您厉害，您赚得多

方三文——著

雪球



聪明投资者的聊天记录

成功的投资者都在迭代常识

集结雪球投资精华，和创始人方三文一起

重新认识市场，认识公司，认识自己

中信出版集团

版权信息

书名:您厉害，您赚得多

作者:方三文

ISBN:9787508681702

中信出版集团制作发行

序言
聪明投资者的聊天记录

大家好，我是方丈，雪球@不明真相的群众。

我是做什么的？请看我的名片。



对啊，我的主业是在一个叫“雪球”的网站或者APP陪聊。

我统计了一下，从网站上线至今，我在雪球发了25 033条帖子。在这25 033条帖子里面，我自己发布的主帖只有3 276条，也就是说，绝大多数是对别人帖子的跟帖。

当然，我的25 033条帖子发出去，收获的回帖那就多了去了，有几十万条之多。

聊些啥呢？主要聊的是投资，关于投资理念，关于行业，关于公司。

聊那么多，是因为我是话痨吗？其实，陪聊除了排解寂寞，主要是出于功利的需求。

首先，作为曾经靠码字为生的人，我认为跟帖比主帖更有价值，聊天比发文章更有价值。发文章的主要价值是为了证明自己有多牛，聊天的主要价值却在于发现自己有多傻。但是，这个聊天有一个前提，就是聊天对象不固定，意见来自不确定的对象。如果把聊天对象限定在熟人关系圈，进步就停滞了。

其次，作为现在靠“赌博”为生的人，我认为“赌技”的提升，主要受益于聊天。因为在投资方面，发现自己傻比证明自己牛的价值大10000倍！

我曾经跟很多像巴菲特这样的投资大师聊过，收益很大。但是，发自内心地说，还是在雪球上大家聊的几十万条帖，令我收益更大。

陪聊之外，可以说说我的副业——陪“赌”。

我是如何“赌”的呢？可以看看我的三个投资组合。

一是A股版全球投资；二是港股实盘；三是美股实盘。

A股版全球投资组合（创建于2016年9月5日）：

A股版全球投资 SP1003839

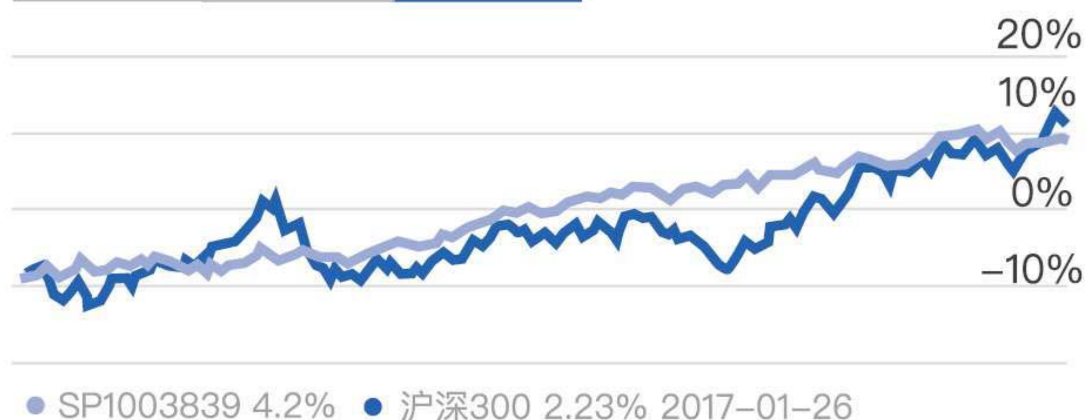
实盘组合

12.92% 总收益

周	月	净值	总收益排行(沪深)
–0.42%	1.13%	1.1292	跑赢 85.36% 实盘

收益率走势

近3个月 | 最近1年 | 全部



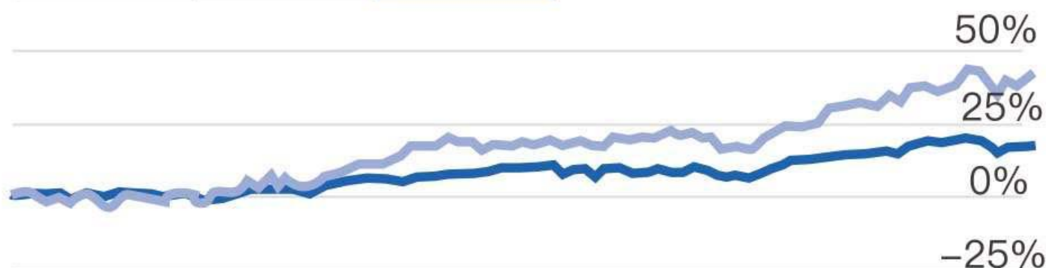
● SP1003839 4.2% ● 沪深300 2.23% 2017–01–26

2016–10–14 2016–12–21 2017–05–18 2017–07–27

提示：收益率计算采用Modified Dietz算法，可能会受特殊品类影响

A股版全球投资组合收益率走势图

港股实盘组合（创建于2017年3月20日）：



港股实盘组合收益率走势图

美股实盘组合（创建于2017年3月20日）：



美股实盘组合收益率走势图

像我这种，公布自己所有持仓和买卖行为的“赌徒”，放眼全世界，估计也算奇葩了。让人欣慰的是，在雪球上这样的奇葩还真不少，现在雪球上有超过110万个投资组合！

不只如此，我最近成立了一只私募基金——雷石价值基金，真刀实枪地参与了资产管理这个和平年代最刺激的游戏。雪球上运营着近200只私募基金，大部分基金的基金经理都是像我一样的雪球用户。

之所以想把陪聊、陪“赌”的内容结集成书，其实是想相对系统地梳理自己的投资理念，那么，我的投资理念是啥?

这个问题，有一个叫“大道小岛”的雪球用户在2017年8月3日也问过我：

方丈，能用三句话总结一下你的投资精髓吗?

我的回答是：

找到好公司（靠长期积累的眼光）；碰到合适的买入时机（靠运气和耐心）；持有（靠对公司的理解和对市场波动的理解）。

我再展开解释一下：

（1）我认为买股票就是买公司，投资者能够做的主要工作是寻找优质的公司，优质的公司可能拥有好的行业处境、好的商业模式、优秀的治理结构和企业文化。鉴于每个人的能力不同，每个投资者能够有认知的优质公司数量是非常少的，一辈子能有十家八家就算非常多了。本书中关于公司的探讨，就是寻找优秀公司的过程。

（2）优质的公司能够以合适的价格甚至优惠的价格买入当然是最理想的，但这并不容易，所以只能靠运气和耐心，比如，整个市场出现低估，或者个股出现“黑天鹅”事件。投资者可以祈求自己有好运气能获得这样的机会，但也不能妄想自己永远会有这样的机会。本书还有大量关于市场和个股买入机会的内容，结论也很简单：完美的买入机会可遇不可求。

（3）长期持有优质公司才能获得足够大的回报，那么如何做到长期持有？需要重视两点：一是对公司的认识，只有相信公司长期的价值，才可能长期持有；二是对市场波动的认识，认识到市场波动无法把握，就不会妄图“高抛低吸”赚市场的钱。这本书里关于市场的部分，主要就是探讨投资者跟市场的关系，结论就是：股价涨跌无法预测，投资者应该放弃赚市场钱的企图。

（4）如果没有能力寻找优秀的公司，没有耐心等待合适的买入机会，那么是不是就不能投资了？也并不是这样，这本书里关于资产配置的部分，就是探讨资产配置这种最适合非专业投资者的投资方法，结论也比较简单：不择时不择股，你就跑赢了大多数人。

陪聊、陪“赌”都是不错的人生体验。当然，也有不愉快的时候，主要是大家忘了有价值的是发现自己傻，转而去证明自己牛。这就麻烦了。

若是如此，我倒也有处理的办法：

别人说他的股票好，我说：您厉害，您赚得多！

别人说我的股票烂，我说：您厉害，您赚得多！

别人说他的水平高，我说：您厉害，您赚得多！

别人说我的水平差，我说：您厉害，您赚得多！

这时候，一般就会陷入深深的沉默……

所以我选择这句话作为本书的书名：

您厉害，您赚得多！

方三文
写于2017年8月16日

第一部分
投资理念

在股市上，整体而言，你可以做以下三件事情：

1.琢磨别人

2.琢磨公司

3.琢磨自己

以我多年的“赌博”经验，琢磨2和3的人很多是赚钱的，琢磨1的人很少有赚钱的。

第一章
认识市场

你认为投资机会很少，那么你可能会赚得很多；你认为投资机会很多，那么你可能会赚得很少，甚至亏掉自己的本金。

你见过“主力”吗?

◆ 玩真的

我们准备成立两只基金。

一只叫雷石价值基金（美元）（P000411），通过投资美国、中国香港、中国内地上市的优质股票获取超额收益，主要投资方向是我长期关注的互联网行业和创新型商业。

另一只叫雷石平衡基金（美元）（P000412），通过跨市场、跨品类的资产配置平抑波动，获取市场平均收益。这只基金由我的同事（雪球@坚信价值）管理。

设立基金的初衷和基本情况，请见下面的问答（这些问题是一个说话很啰唆的雪球员工提出的）。

问：听说你已经很有钱了，为什么还要发私募？免费分享一下代码给大家好吗?

答：首先，我没有什么钱。

其次，资产管理是我很愿意参与的一种真人实战游戏，我在雪球发帖子，做组合，做实盘组合，都是对这个游戏的参与。长期运行的公开产品是对投资能力最残酷的考验，也是和平年代最激动人心的游戏，看到雪球私募工场上那么多人玩得那么开心，我也禁不住这个诱惑。从2011年开始，我就基本上按基金的管理办法管理自己的账户，现在做成公开产品，只是这个管理的延续。

发产品并不影响我公开谈及投资标的。

问：你发了两只基金，我有选择困难症，建议我们怎么配置啊？一半买价值，一半买均衡？是不是要稳一点儿回报的人应该多买一些均衡？平衡基金里面已经包含有价值基金的持仓吗？

答：之所以发两只基金，是因为我认为这个世界上有两种永远成立的投资方法：基于选股获取超额收益，以及基于资产配置获取市场平均收益。

基于选股获取超额收益要求管理者对标的有认知优势，雷石价值基金的选股，主要基于我对互联网和商业的理解。获取超额收益的愿望是很好的，但是基金要面临个股和整体市场的价格波动，以及有可能的选股错误，所以投资者需要承受较大的净值波动。

并不是每个投资者都愿意承担这个波动，对于这部分投资者，资产配置型的策略更适合他们。雷石平衡基金主要基于管理者对资产配置的理解，利用资产的价格非相关性平抑整个组合的净值波动，同时利用我们的交易团队的交易能力，尽量降低成本。平衡基金的投资者也需要承担另一个后果，就是在极端牛市中，净值有可能远远地跑输大盘。另外，平衡基金也不是保本基金，为了获得超过货基的回报，必然也会承担波动风险，只是会小些。

平衡基金里面包含了部分价值基金的持仓。

投资人应该根据自己对超额收益的渴求和对波动承受能力的评估选择基金和决定配比。

问：你推荐的那些股票现在的股价都很高了，有的公司市值达到了上万亿，有的股票每股股价几百港元、几百美元，这些也算价值投资吗？买这些股票不怕估值太高吗？是不是可以等等啊？

答：股价高的，可能更高；市值大的，可能更大；估值很高的，可能因为利润的增长而变得估值很低。从长期来看，股价涨跌只跟公司的商业价值有关，和公司当下的股价、市值和估值无关。

人类社会进入全球化时代和信息社会以后，公司的产品形态和商业模式也发生了很大的变化，很多公司的用户规模、对用户生活的渗透深度是工业时代的公司无法比拟的。同时，很多公司的成长速度以及可持续的时间也是传统工业时代的公司无法比拟的。

问：你反复买的就是那些我们都知道的股票，会不会做一些波段操作来增强回报？你的贡献主要是什么？

答：资产管理人的价值并不是帮投资人买了他买不到的公司，而是很有可能买了投资人本身很熟悉的公司。资产管理人的价值是帮投资人做了他不能做出的判断，承担了他不能承担的焦虑，"拿"住了他"拿"不住的公司股票。

我还没有掌握波段操作的技巧。我有可能利用市场极端波动带来的意想不到的买入和卖出机会，但不会刻意寻找这样的机会。

问：如果基金净值1周跌10%，后市你会怎么操作？净值突然跌10%，一般都会是什么原因？

答：如果公司的基本面没有什么变化，不会做任何操作。

我觉得基于股价的净值管理是价值毁灭。投资人和管理人的波动承受能力都是有限的，所以波动控制并不完全是个伪命题，但它应该

通过购买适当的标的、寻求合适的买入价格以及构建合理的组合来解决，也就是说，把波动控制放在事前而不是事后。

净值突然跌10%的原因有两个：整体市场的波动或所投标的发生突发事件。

问：为什么要投资美国和中国香港市场，中国内地市场不是有更多好机会吗？我一眼就看出来中国的银行股被低估了，而美国牛市就快要到顶了，因为美联储会不断加息。

答：美元基金也可以投资中国市场，我会配置相当大仓位的中国资产，无论它在A股还是港股、美股上市。

美国牛市快要到顶了，美联储是否会不断加息，这种问题不在我的考虑范围内，如果担心这种问题，那么你永远都进入不了市场，因为任何时间段都有很多不确定性的因素。

问：不是说从长期来看股票是回报率最高的投资品种吗？平衡基金里面配了债券、抗通胀资产，岂不是会降低回报率？分散投资是不是最后就和平均回报一样了？

答：从长期来看，股票是回报率最高的品种，但它的波动比较大，并不是每个投资者都能承受这样的波动。债券、抗通胀资产的仓位确实有可能降低回报率，但它有效地平抑了波动，甚至有可能带来超额收益，因为在股票被极度低估的时候，你会有剩余的购买力。

问：我可以用平衡基金取代原来的美元存款吗？预期回报和预期损失会是多少？现在存款利率太低，但是我又怕亏钱，毕竟持有美元就是为了安全。用于投平衡基金的钱应该是我觉得自己几年内不需要用到的？

答：平衡基金不能取代美元存款，平衡基金依然是有波动的，只是波动会比价值基金小。管理者对持有一篮子全球资产的预期是，一

个5~10年的完整周期下来，预期年化回报率在5%~10%之间，3年下来希望尽可能减小出现负回报的概率，再短的时间波动就连神仙都没法预测了。这是管理者管理个人资产时思考的时间区间，也希望这只基金的其他投资人也和他的思考方式类似。无论是投平衡基金，还是投价值基金，都应该用闲钱。

问：平衡基金如果是投资全球的话，汇率、利率风险如何控制啊？要是欧元贬值怎么办？要是美联储加息怎么办？要是大宗商品继续熊市怎么办？而且人民币一直升值，投资美元岂不是亏了？英国脱欧、日本人口老龄化、国际政治形势不明朗，天天看新闻担惊受怕，风险怎么控制？

答：全天候策略的理念是不预测，以不变应万变。欧元贬值的话，组合中有美元资产；人民币升值的话，组合中有以人民币为收入的公司股权。

世界形势纷繁复杂，市场行情涨涨跌跌，大部分都是无法把握的无序运动，管理者不应该妄想去把握这种无序运动。

问：我没有美元，未来会发人民币基金吗？人民币基金是不是没有美元基金那么好？

答：未来有可能会发人民币基金，人民币基金的策略与美元基金的策略大致相同。人民币基金的可交易品种没有美元丰富，这是一个制约，不过这种情况正在好转。

问：你自己是否认购基金？

答：对，我将认购1 000万美元左右。

说了那么多实话丑话，估计还是有人对基金有些兴趣，请让我把丑话再说一遍。

（1）我对大部分公司、行业和投资品类一无所知，只对非常有限的一些行业、个股有一些看法，其中有一些将不可避免地被证明是错的。

（2）我完全无法预测市场的涨跌，完全无法选择最佳的买入和卖出时机。

（3）我完全不懂“技术”，不会“止损”和“控制回撤”，所以，雷石价值基金的净值可能波动很大，雷石平衡基金在牛市一定会跑输大盘。

@ 念槐聚：学习方丈讲的这3个观点：这个世界上有两个永恒成立的投资方法，即基于选股获取超额收益，以及基于资产配置获取市场平均收益。另外，基于股价的净值管理是价值毁灭。

@ 依依98：为什么叫雷石？

@ 不明真相的群众：在我的理解中，资产的价值是石，市场的波动是雷。

◆ 我和你

各位投资人将数额不菲的资金委托给我投资，那么我们就算是合伙人了。

其实我跟大部分投资人素不相识，主要的关系是在雪球上的关注关系，所以我对大家的信任深表感激。大家怀着良好的意愿把资金委托给我，但对这个委托的后果，也要有清醒的认识和现实的预期：

（1）我不可能买到所有上涨的公司。恰好相反，大部分上涨的公司，上涨了百倍、千倍的公司，都将与我无缘，因为我的能力是非常有限的。

（2）我有可能会买入持续下跌的公司，甚至会买入最终价值归零的公司。尽管我对自己的投资能力持谨慎的态度，但完全不犯错是不可能的。

（3）我不可能抓住所有的上涨并避开所有的下跌。恰好相反，我很有可能在某些阶段远远跑输大盘，产品的净值可能出现很大的波动。但我有信心，在相对长的时间（三年以上）内，给投资人创造优于指数的收益。这个信心来源于：我对某些公司有一些认知优势，我对市场波动有正确的看法，我对自己的能力有清醒的认识。

资产管理的工作框架

1. 好行业（商业模式）

中观研究，工作目标是建立股票池。

2. 好公司（管理文化）

微观研究，工作目标是建立股票池。

3. 好价格（买入时机的把握）

均衡配置（跨品类／跨市场）做底仓，避免买入时点单一产生的波动风险。

全面低估加大权益类仓位（很难）。

“黑天鹅”事件加大个股仓位。

基本面转变（业务爆发），市场反应滞后期买入，加大个股仓位。

4. 持有

享受企业升值。

红利再投资。

5. 卖出

确认对行业、公司判断错误卖出。

个股超出仓位上限卖出（不一定对）。

股市被全面高估时，降低权益类仓位（很难）。

@ Ricky：需要扎实的功底，即对商业逻辑的深刻理解和判断。

方丈说的这5点，每一个环节都需要扎实的功底，我认为这是做投资最重要的能力，我见过这几年做投资做得好的，无疑都是这方面能力非常强，而基本上没做好的，最后都可以归结于商业逻辑出现了误判。

@ 刘志超：对商业逻辑的深刻理解是成功投资的必要条件之一，但对于自身的深入认知与磨炼也同样重要。前者是知，后者是行。看懂了却没拿住的人太多了。

@ Ricky：那是因为没看懂，如果真看懂了，知道这公司仍然会继续增长或者盈利可持续，那买入或者持有的信心就会大增，那些把过多的投资错误归结于心态的人往往并没有理解商业逻辑。

@ 刘志超：人的性格、心理特质是复杂多样的，对同一个事物的认知，以及由认知反映到行为的过程中会出现很多的可能性。仅仅是对商业模式的认识深刻，并不能等同于这些复杂多样的人最终会趋向同一个投资结果。

所谓的心态问题，不是通过对商业模式更深一步的理解就可以解决的，它更像是通过建构一整套正确的投资理念，自然而然地就消散了，而在建构投资理念的过程中，需要对自己有更深刻、客观理性的认知。

@ Zzz的自由之路：“景气低点”“景气高点”，看来方丈认为还是可以择时的，那为什么雪球的价值投资大V[注]都认为择时不行呢?

@ 不明真相的群众：我觉得主动择时（判断股市会怎样走）非常困难，但是被动择时（从估值角度）有一定的可行性。

@ Ricky：很多投资失败都是由于投资者的能力问题，但反思的时候往往归因于心态，毕竟承认自己不够聪慧要比承认自己心态不好难得多，“当时我太贪了”“当时我图便宜”“当时我太恐慌了”……说这话多轻松，但真正的原因可能是当时太蠢了，没有认识到那种商业模式有多牛，或者没有看到这生意有多大的风险。

◆ 难以把握的周期

其实，无论是经济还是股市，周期性只是阶段性的现象，上涨才是终极真理。将研究的重心放到周期性，不是保守而是贪婪。

周期性对投资者来说，最大的价值是衰退周期能给我们一些性价比高的收入机会，但如果想把握周期并赚周期的钱，是非常难的。

所以这本身是一个悲观的说法，大家不要解读为乐观的说法。

@ Ricky：如果买大盘，那得找一直发展的国家；如果买行业，那得找一直成长的市场；如果买个股，那得找一直增长的公司。

@ 不明真相的群众：我的观点很简单，周期无法把握，波动也无法把握，试图去预测和控制它都不会降低风险，反而会增加风险。但事先应对它是可以的，那就是资产配置。

@ 小刀不着急：乐观的想法就是我们要赚够周期的钱。

@ 不明真相的群众：我说的悲观是全面的悲观：

（1）人有多少能力去真正理解几个公司、几个行业？我觉得能理解的极少。

（2）人有多少好运气，有钱的时候资产价格正好处在“低点”？卖出的时候正好又在“高点”？

（3）人有多少能力去把握每一个周期，每一次波动？

@梦中挪威森林：投资就是看人、看行业，看得太细，容易一叶障目，尤其是看财务报表。如果投资对象是人，也不是要求什么都懂吧，比如别人为什么那样决策。所以，投资的目标不是要求什么都懂，知道大方向，“老大”有能力就可以了。能不能成，需要天时地利人和。投资是艺术，是人性的洞察，需要格局、方向、勇气、坚定、执着……任何一个行业要成功，都需要具备这些素质。

◆关于投资能力

（1）投资能力极其稀缺。我觉得投资能力有几个支撑：商业判断能力（用于分析公司和行业）、思维方式（独立思考，抓住事物的本质）、自我认知。这些能力很难通过科班教育或者职业培训获得。

（2）投资能力跟教育经历、工作经验的关联度很小。用学历、工作经验来筛选基金经理是无效的。

（3）对投资能力的认识可能存在很大的误区。阶段性地赚到钱并不一定是因为投资能力。投资能力最有效的检验工具是时间。

我觉得雪球私募工场的做法是对的：尽量降低门槛，加大样本；用时间来检验；建立投资者对基金经理的综合认知。

@坚信价值：这个行业现在最荒唐的一种情况是：大机构的基金经理从来没有用自己的钱炒过股（从学校毕业就进入金融行业），按照法律规定也不允许自己炒股，对投资这件事情也没有强烈的兴趣

（只是毕业找工作的时候知道这个行业收入高），在发现自己没有投资天赋之后也有很强的动力去想尽一切办法留下来。对投资这件事情没有强烈的个人兴趣、不一定有投资天赋，以及没有用自己的钱承担过风险，这几个因素叠加起来，使得把投资这件事情做好的概率很小，甚至入门都很难（我觉得很多真谛只有管过自己的钱、承担过个人财富损失的风险才能悟出来）。

@ 不明真相的群众：真正有投资能力的人，其数量跟名校博士、硕士的数量之间是树木跟森林的关系。有投资能力的人，大概率能上名校读博士、硕士，但投资能力跟学历之间依然是弱关系。

@ 坚信价值：一个人做实业非常成功，至少可以证明他有在一个领域做到优秀的能力。比如我认识的一个业绩“逆天”的基金经理，他同时也是一个脑神经外科医生。投资能力是一种非常综合的能力，所以优秀投资者的能力往往能在其他领域也显露出来。国外不少优秀对冲基金公司在校园招聘时喜欢招优秀运动员也是这个原因，因为这些人至少证明了自己有纪律、有毅力，可以在一个领域做到最优秀。很多人说自己怀才不遇，至今没有做成什么事情，希望在炒股这件事情上能够成功从而改变命运，我觉得这是“鸡汤”喝多了。

再说一个有趣的现象。我曾经对大概100个“混”得最好（基金表现或是规模）的私募基金经理（国外又称“对冲基金”）的从业经历做过统计，从中发现一个规律：在金融行业积累从业经验，然后创业做私募并取得成功的人，大多是券商出身，各个部门的都有，最多的是出身于经纪部门（包括财富管理部门）和自营交易部门，也有出身于研究、投行、资管部门的。

从公募基金“奔私”之后很成功的人基本没有！从高盛、雷曼、美林、DLJ（瑞银美国前身）、Drexel（垃圾债券之王）出来做得很成功的人有很多，但是没听说过从富达、贝莱德、邓普顿、景顺、普信、

美盛、道富这些公募“大厂”出来的人有做得很成功的，成功的也都是从销售部门出来到私募基金管理客户关系的那些人。

我也算是对这个群体非常熟悉。我自己的分析是，这和私募基金成功的两个必要条件有关：一是绝对回报的观念和风控意识，二是和投资人沟通并建立信任的能力。

在这两点上，公募基金经理有很大的短板。一方面，公募基金一般做的是相对回报，做惯了相对回报，就很难有绝对回报的观念，这不是换个投资方法就行得通的。另一方面，“大厂”的公募基金经理通常与最终的投资人是隔绝的，所以自己出来做私募，和客户直接沟通时就发现没有和陌生人建立信任的能力。

回到刚才讲的券商出身的人做私募的可能优势。

经纪部门、财富管理部门出来的人，一般都很善于和客户“勾搭”和沟通。这里的“勾搭”并不是贬义词。善于和客户主动沟通的结果是，客户对自己的需求掌握得非常到位，能把自己的预期调整好，在低谷时也能继续信任私募基金经理。私募基金要想取得成功，投资人的作用不可小觑。其实投资相当于是木桶的一块短板，如果他们高抛低吸的话，即使基金长期表现得再好，投资人获得的回报也会很糟糕，他们的体验会很差，最终倒霉的还是基金经理。

另外，从经纪部门出来做私募的人，很多都是因为原来服务的大户支持他出来做私募。这部分人原来基本上是在经纪部门为客户做专户的（国外法规允许）。为什么他们成功的可能性大呢？一个原因是刚才所说的和客户沟通并建立信任的能力，另外一个原因则是他们在做专户的过程中形成的绝对回报的观念。无论是在国内还是在欧美国家，这些大客户大多对亏损的容忍度很小，所以私募基金经理在做私募基金时能建立非常强烈的绝对回报观念（当然，前提是他们也是有创造长期回报的投资能力）。

从自营交易部门出来的人做得很成功也是出于这个原因。自营盘通常对亏损有着非常严格的限制，而且都要求短期内能盈利。所以基金经理在券商时基本都采用套利型的策略（当然也有一部分人去找内幕信息），出来做私募后能力还在，但资金量小了，所以业绩马上就爆发，而且他们的策略往往能产生高净值客户特别喜欢的平滑曲线。

◆机会越少，赚得越多

你认为投资机会很少，但你可能会赚得很多；你认为投资机会很多，但你可能会赚得很少，甚至亏掉自己的本金。

几乎在任何时候，所有人都在抱怨：黄金时代过去了。

比如创业。以前多好啊，什么烂点子都能收到几千万元风险投资；什么烂产品的用户数都噌噌噌地往上涨。现在可好，BAT[注]把地盘都占了，大树底下寸草不生，还有个人创业者的生存空间吗?

比如投资。以前多好啊，什么人炒股收益一年都能翻两番；什么ST股票，持有一年都上涨三五倍。现在可好，市盈率不到10倍的股票，持有一年，也不见一点儿动静，甚至还在跌。

听起来都很有道理。但是，我也活了30多年了，好像从来没有在任何时候听任何人说：现在的机会真多啊，现在的钱真好赚啊。

所以真相可能是：任何时候机会都一样多，或者说都一样少。

真正变化的是人的视角和体验，往回看，机会都很多；往前看，机会都很少。

美化过去是人的一种思维习惯，它背后的逻辑是：人们对于已经发生的事情，归纳和理解起来，永远比分析当下变幻莫测的局势、预测未来可能的走向容易得多。

所以，理智的投资者不会把K线图拉回去寻找机会，只会在当下、到未来寻找机会。

当然，机会是很少的，少到什么程度呢？

股神巴菲特2001~2009年投资的年化收益率一直不高，所以饱受“跑输大盘”的质疑。

但2011年开始，巴菲特的投资回报率可能会有一个较大的提升，主要原因是2008年年底、2009年年初，巴菲特有一次比较大的买入行动，这次买入给巴菲特带来的回报会在美国经济和股市的复苏中日益体现出来。

也就是说，从2001年科技股泡沫破灭以后，巴菲特只碰到了2008年金融海啸这么一次大的买入机会！

对巴菲特来说，投资机会都如此稀缺，何况对我们呢。

投资成功与否很可能取决于你思考和行动的比例。想得越多，动得越少，你越有可能赚钱。也就是说，你认为机会很少，但你可能会赚得很多；你认为机会很多，但你可能会赚得很少，甚至会亏掉自己的本金。

那些天天叫嚷买入的胡话，还是别信它吧。

@ Nainital的碎片哥：写得好。保守主义的另外一个特征就是多看少动，甚至不动。机会多少还是和安全边际有关系。

@ 鱼的北溟：好文，盈亏和市场有关，但原因更多是在自己身上。20世纪80年代投机倒把，有人发达了，有人破产了；90年代国企改革，有人发达了，有人失业了；再后来炒股炒楼，有人发达了，有人破产了。以前总觉得发达离自己很远，那是有关系、有背景才能做

的事情，工作以后发现大多数人都是白手起家，认识不少初中、中专、技校毕业的人，十来年后也身价几百万、上千万，让多读几年书的我深感惭愧。我经常在想，究竟是机会不足还是自己能力太差？如同现在，市场不好，亏损了；市场好，也没见到自己赚多少。

很认同一句话：优秀的人，都不抱怨！

@ 守护绿草：在乐观者看来，未来充满无限机会；在悲观者看来，机会早已逝去，生活处在衰退之中，未来的机会更少。

@ 医药商业：对多数朋友来说，提高投资决策质量最简单有效的一个方法就是把决策的数量减少90%，甚至减少99%……投资的最大好处是根本不需要对那么多问题发表看法，对95%的问题说“不知道”，对4%的问题说“不”，对1%的问题说“是的”就够了。

@ 最后遇到你：有道理，这些年我的感悟就是，学会甄别和放弃机会是投机者向投资者转化的第一步。

@ clover42：当大家觉得充满了投资机会的时候，其实市场充满了风险；当大家觉得市场风险很大的时候，却正是风险最小的时候。

@ 坐轿专家：狮子和豹子捕猎的成功率小于50%，一般只有20%～30%，很多时候是跟踪和等待。

@ 复利者：市场机会的多少取决于投资者的眼光和格局，从量变到质变的过程，更多地体现为思维方式和知识体系的日趋完善，而不是短期收益的大小。10年中抓住两三次决定性的机会，财富规模就会完全不同。每天像无头苍蝇一样跟着市场乱跑，是很难去思考未来的。

◆ 你见过“主力”吗？

@ caimi：很多啊。股市上的举牌制度和龙虎榜都是为了帮助小散户们发现个股“主力”的，庄股㊟就更不用谈了。大盘方面，证金的“国家队”也算正规“主力”吧，大规模动作挺容易发现的，但“国家队”喜欢逆市操作，想跟的话，需要勇气。另外，比如基金公司的扎堆、险资的举牌，都应该属于市场主力的动作。

@ decision：经常见，看着我的账号。一卖就拉，一买就跌。

@ MichaelYu8808001：天天能见到啊。A股80%～90%的交易量由散户操作构成，他们的平均持股时间甚至不到1个月。最大的“主力”其实不就是你、我、他吗？构成了80%～90%的交易量都不是“主力”，那还有谁？不过，这“主力”应该反着跟。“主力”贪婪时，你恐惧；主力恐惧时，你要贪婪。

@ 我是闪电：上班路上打开收音机，据说空头“主力”已经买票回家过年了；到了单位，同事打开他股票的K线图说“主力”在这里已经收集完筹码准备拉升；下班去书店，看到最热门的内容大多是“与主力共舞”；晚上看电视，财经分析师说“主力”的主要目标是国企改革概念股。所以“主力”像空气一样无处不在！有些人少了“主力”似乎就不能呼吸了！

@ salo：所谓“主力”，是散户想象的对手盘，现在沪深股票市场市值巨大，没人能够轻易操纵，“国家队”也不行。

@ 香飘两岸：见过。你、我、他和不明真相的群众都是“主力”，乌合之众在羊群效应下比任何“主力”都“主力”。

◆ 投资：在50%~100%之间

赌场里面最简单的游戏是押大小，赢的概率是50%（事实上要稍低于50%）。如果有人说，他靠玩押大小赚了大钱，估计大家都会觉

得是天方夜谭。

所以，胜率低于50%的事情作为投资是肯定不能碰的。

同样，如果有一件事情的胜率是100%，那么它绝对是最好的投资标的，我敢用1万倍的杠杆去做。但是很遗憾，这样的事情应该是没有的，即使有，也轮不到我。

低于50%的不能碰，100%的没有，所以投资只能在胜率50%～100%这个区间里做，消除不确定性，增加安全边际，都是为了尽量接近100%。

这个道理不难懂。真正的问题是，股市这个“赌场”里面的“赌徒”大部分玩的是50%的游戏（比如股价明天会涨还是会跌），却抱着100%的期待，并且用各种技术指标、内幕消息、心理暗示支持自己的期待。

这样能不亏钱吗?

@ Nainital的碎片哥： 写得好！这里有一个小问题，就是50%～100%其实还是你主观的概率，不是客观的，而且还有时间价值。如果没有时间价值，51%的游戏可以连续赌，那基本上是赢定的。我记得赌场有规定不可以连续翻倍赌，不然可以榨干赌场。所以你主观的概率到客观现实中其实还要再打折扣。

@ 不明真相的群众：即便是50%，赌场也是必赢的，因为你只会在输光时离场，而赌场的筹码是无限的。

@ 方舟88： 确定性越高，风险越小，应该下注越大，凯利公式的下注比例为2乘以概率减1，如果概率是50%,下注比例为0。

◆ 我眼中没有的东西

（1）我眼中没有“价值投资”，因为我不知道什么叫“非价值投资”。

（2）我眼中没有“成长股”和“价值股”的区别，我真的分不清楚，难道市盈率低于10倍的就是“价值股”，高于10倍的就是“成长股”？市盈率低于10倍的就不会成长？市盈率高于10倍的就一定会成长？

（3）我眼中没有“长期投资”和“短期投资”，持股一年以内的就是短期投资，持股一年以上的就是长期投资？

（4）我眼中没有A股、港股和美股的区别，A股赚不了钱，美股就能赚钱？

（5）我眼中没有蓝筹和创业板的区别，仅仅因为代码不同，就意味着命运不同？

@不明真相的群众：其实没有区别。越往前走，成功个案回报越高，个案成功率越低；越往后走，则情况刚好相反。总体上是公平的，并不存在某个阶段有特别优势的情况。

@浅唱如风：投资的终极目的当然是赚钱，而不是炫耀自己有多么高深的经济学理论。无论是创业板还是主板，美股或是港股，只要有好的投资标的，都是值得投资的。最近两年我发现，很多人有一个极大的误区，包括证券公司的研发人员，都对创业板嗤之以鼻，两年来走出了那么多能为我们赚钱的黑马公司，你们不闻不问，自选股里面就没有代码是300开头的。

偏见坑人啊，思维更不能刻舟求剑，要与时俱进。创业板的估值是高了，我批判的是最近一年多来在创业板大跌的时候没有及时研究的人，现在出来说估值，当然他们是不会有大错的，但很多买卖创业板的好友已经大赚特赚了啊，一直鄙视300代码的人肯定是投资思维出现问题的人。

@ 价值at风险：我一直认为：对于真正的投资者，根本不会有什么创业板与主板之分，只有好公司、好价格之分。

股市中的不可能

1.大家都赚钱。

2.大家都是价值投资者。

3.股价都很“合理”。

4.大股东从不减持。

5.有看穿一切涨跌的股神。@彦梁士

6.有一种技术或工具能准确预测股市。@成一虫

7.财务报表完全体现公司经营状况。@风林火山

8.上市公司只分红，不融资。@影子

9.整个股市完全由优质企业构成。@影子

10.所有投资者同时知道公司的信息。@邹沂臻

11.没有内幕交易。@竹小爸凯文

12.吸取教训不重复犯错。@weald

13.大家都抄底，大家都逃顶。@玩石

14.有一个无所不能的“庄家”操纵一只股票。@冯大转儿

@ 坚信价值：大家都赚钱是可能的，毕竟权益投资者有正常的回报。

大家都跑赢大市平均值才是不可能的。

@ 卢山林：董秘基本不可能对未来业绩很悲观；各类金融产品的销售人员不可能看空自己所销售的产品；长期坐庄是不可能成功的；公募基金经理不可能是价值投资者。

@ 股林：

（1）大家的看法不可能一致。

（2）看法一致的时候，行动不可能一致。

（3）在起点的时候跟别人一致，到了终点还一致，这也不可能。

@ 医药商业：股市中没有任何观点是客观的，立场决定观察角度，从而决定观点。最恶劣的人，用明知错误的观点去误导别人；最高尚的人，其"客观"的观点也无法摆脱其潜在的利益立场的限制。

所以，永远不要不经过自己的推演而接受别人的观点；多看事实，少看结论；结论永远是你自己做出的。

◆ 你扛不住的波动，可能就是风险

大部分资产管理机构都致力于提升风险收益比，即在承担更小的风险和波动的情况下，获得更高的收益。但整体而言，收效非常有限。

退一步来看，如果通过集合资产管理计划，避免用户逆向择时，即在牛市进入市场，在熊市退出市场，也是创造了相对价值的。

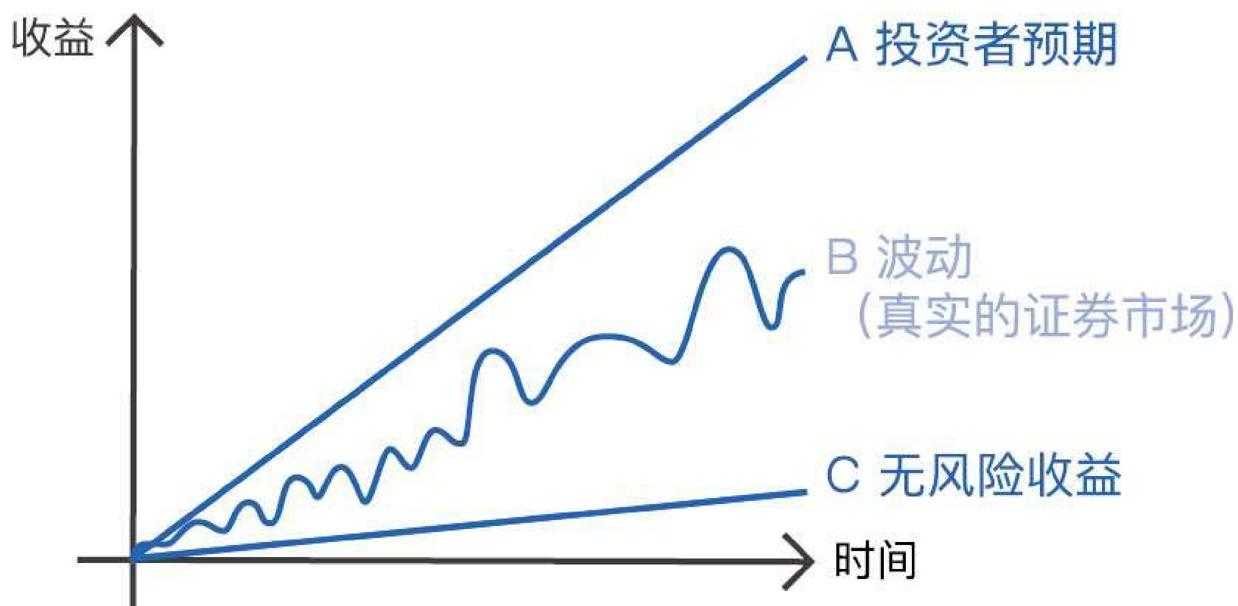


图1-1 收益、风险与波动的关系

@ 我是任俊杰：将上图中B的最低点连线，说明：（1）股票收益大于无风险国债。（2）波动不是风险。

@ 不明真相的群众：如果你扛不住波动，波动可能就是风险。

@ 陈达：资产持续跑不过通货膨胀才是资产最大的风险。

@ atm012：代客理财、做基金都是吃力不讨好的工作，因为注定无法满足客户的预期！

不要忽略波动可能带坏企业基本面的逆反馈现象，如资本市场价格高位，企业管理层会套现，无心经营，甚至增发低效项目把基本面带坏，这就是市场影响到了企业本身，而企业本身再影响二级市场做实波动的风险。只有那些短时幅度不大的受到明显扰动性质的波动（随机性杂波）才不是风险而是机会。

◆ 股市与“赌徒”

无论哪个资本市场，投资者的数量都极少，绝大多数参与者都是“赌徒”，包括绝大多数自称为或者被认为是投资者、价值投资者的

人，包括绝大多数机构。

为免于争议，我对“赌徒”的定义是想赚市场的钱、赚其他投资者的钱的人，对投资者的定义是想赚企业的钱的人。

“赌徒”亏损从结果上看是极大概率事件。

可能有极少的“赌徒”会转变为投资者，当然有更多自认为是投资者的人，最后发现或者被发现自己是“赌徒”。

不要抱怨“赌徒”，可以说，“赌徒”是资本市场上最高尚的人，用自己的血汗钱提供了流动性，使资本市场有了定价功能。如果市场上只有投资者，那么市场根本无法运行，因为流动性会枯竭。

@ 熊长不惧牛：如果光投资而不“赌博”，人生岂不太无趣了？

@ okok74：你准备赚企业成长的钱，但是市场内含的“赌徒”，一定要送钱给你。收下了，也是投资。

@ 用户1104530905：其实可以选择做一个大概率的“赌徒”。当自己发现某种现象大概率能赚钱，而且这种现象将来可以再次出现，无论投资也好，投机也罢，当这种现象出现时，那就出手吧！

@ 宁静的冬日M：按照尤金·法玛的看法，只有投资于指数基金，甘愿接受股市平均收益率的被动投资者才不是“赌徒”，其他的都是，包括那些自称不是靠判断市场波动而是靠长期投资被低估的企业赚钱的人，如果这样做真的赚到了超过平均收益率的利润，那前提一定是他在买的时候假定交易对手都是笨蛋且事实确实如此。所以这里赚的其实并不是企业的钱，而是交易对手的钱。

@ adansmu：超额收益必然来源于市场，否则“安全边际”这四个字就是个笑话。钱从来没有什么干净不干净的说法。从这点来说，

根本没有什么“赌徒”和投资者的本质区别。

看起来有道理的主帖，赚市场的钱，赚企业的钱，按照这个推理，那巴菲特就是最大的“赌徒”，他赚的大半都是市场的钱，但他没有亏损。

@ DAVID自由之路： 赚企业的钱，美国股市的历史是年化收益率7%左右，超过这个收益率的都是赚市场的钱，巴菲特就是一个很聪明的“赌徒”，都是在概率对自己有利的时候下注。

@ 老渔2014： 我们也是“赌徒”。因为：

（1）巴菲特打桥牌也赌输赢，只是赌注比较小。但是，有赌注就是赌博，这一点无法否认。

（2）巴菲特总说他的对手“市场先生”是一个抑郁狂躁的家伙，所以他才能赢到钱。所以，巴菲特是一个比对手高明的“赌徒”。

（3）巴菲特能保持35年以上不亏，是因为他有很多全资企业，而全资企业是他自己控制的，他可以在年景好的时候积蓄一点儿储备粮，年景差的时候开仓放粮，所以巴菲特的伯克希尔·哈撒韦才可以不亏损。而伯克希尔·哈撒韦的股价在35年中三度跌幅超过50%，所以投资伯克希尔·哈撒韦的人无法保证连续35年不亏损。因为你没有缓冲水池。

（4）我建议我们做一个这样的“赌徒”：凡是年度涨幅超过25%的年份，只以25%计算业绩，剩下的留到余下年度去弥补亏损，正如在“赌场”上将赢到的超过本钱的筹码永远装在口袋里那样，我们就可以宣称我们是永远不会输的“赌徒”。

@ DAVID自由之路： 球场有悬念，强队也会输，弱旅也能赢。企业也是一样，领军企业也可能走下坡路，普通企业也可能异军突

起。最终还是概率的问题，再牛的企业，也没把握100%让你赚钱。

@ 黄建平： 投资者赚公司的钱，往往是通过市场波动实现的，在市场恐惧、价格足够低时买入，所以是利用市场波动赚公司的钱。概率上，投资者追求明显高的数学期望值。

@ 亦木亦水： 投资和投机没有本质区别，目标都是寻找最大概率的赚钱渠道，都有不确定性，但是投机比投资难得多，长线投资可以靠时间抹平操作上的不成熟、买入点的不合适，但是短线投机必须准确控制买入和卖出时点，对市场情绪理解到位等，这些都是难点所在。优秀投机者的市场感觉必须敏锐，善于挖掘。

@ 芒格的小学徒： 对未来不知结果的事情下注，或多或少都具有赌博性质，因为我们谁也不能预知未来。然而，智者只会选择人生中极少数最有把握的事情下注，即所谓“扼住命运的咽喉”。愚钝者则不会控制自己的心性，泛泛出击，最后被概率消灭。同样是赌，赌技高低大不相同。

@ 我是任俊杰： 有两个问题需要进一步思考：第一，能否用“投资”和“赌徒”进行市场群体的有效划分——尽管彼得·林奇也做过类似的划分，比如以大概率胜算为基础的“赌”算是哪个阵营？第二，投资是否一定不会去赚市场的钱，如果是，那么逆向投资是怎么回事儿？

@ 黑暗时代： 在股市中，无论是不是“赌徒”，只要合理合法赚钱就是英雄！“赌徒”赚钱和投资赚钱，赚的钱可是没有区别啊。要是我来分类，就把股市里的人分为长期赢家和长期输家。

@ 听风-春华秋实： 赚企业的钱，唯一能赚的就是分红的钱。许多人说成长股投资是赚企业的钱，其实也是错误的。因为企业最终都会消亡，价格和价值最终均会归零，只是成长股投资过程中这个击

鼓传花的游戏时间更长一些而已。所以，严格来说，二级市场上其实没有真正的"价值投资者"。

@滚雪球笔记：我的感受是，自认为是"赌徒"的人的收益率普遍高于自认为是价值投资者的人。

◆一个营业部老总的观察

这个营业部位于一线城市。该老总做了10年。他观察10年发现，大概只有20%的人能盈利。赚大钱的赚的都是企业的钱。某大户10年就持股一只，10年涨了将近30倍。

营业部老总曾两次劝其交易，第一次是在2008年，其他股跌得很厉害，大户所持股票没怎么跌，但是他不动。大户的说法是，他没有什么内幕，但是对所持公司比较了解，觉得公司管理层不错，是做事的人，拿着踏实。第二次是劝大户买银行股，大户说银行股看起来不错，但还是不如拿着原有的公司股踏实。

还有些次于大户的账户也能赚钱，就是买进了不是那么好的公司，一直没动，涨幅可能没有大户那么大，但十余年下来也有5～10倍。营业部老总的分析是，可能这些用户投在股票上的钱占其总资产的比例不高，所以买了股票后基本忘记了。

这些用户赚到企业的钱了，但是营业部基本上没钱赚，因为他们根本不交易。

经常交易的，基本不赚钱，最好的业绩是50万元的账户，10年盈利50%，但是给营业部贡献了50万元的佣金，这些是营业部最优质的客户。该老总形容，10年前他有50万元，每天骑着自行车来营业部，10年后还是骑着自行车来营业部。

2004年左右，账户年活[注]比例不超过30%，2007～2008年，比例超过90%。

@ 只求最优：还有持有好几年不动依然亏损一大半的。

@ oldfx：在合适的时间点找到一只可以拿10年的股票，也是需要运气的。

@ 浅浅海洋：一定要牢牢记住，千万别做券商的优质客户。

@ 古_士：营业部老总更多关注的是大资金账户，如果是小散户呢？就那么几万元，放着10年不动？了解公司管理层？明显不可能。大多数人想的是如何逆袭。

@ 不明真相的群众：一个10万元的交易型选手，对于营业部来说也是非常优质的客户。

@ 天鹰Eric：无论投资还是投机，我认为归根到底还是一个概率问题，概率问题本质就是“赌”，投资是针对公司的概率，投机是针对市场的概率，投资为了提高概率会考虑市场，投机为了提高概率也会参考公司。优秀的投资或投机者所反映给大众的，就是他们有能力做到大赚小输。

@ 枯草：这个老总观察得很细，但结论不对。10年为周期，只有长线持有会赚，这是必然的，因为10年来总会有些牛股。而且截至目前，上市10年以上的熊股并不多，所以那些运气差些的大多赚了几倍。交易频繁的当然大多是赔钱的，这说明在股市要想不碰运气，主动掌握自己的命运，除了赔钱，最好的结果就如那位优质客户——竹篮打水。

@ 雷动九天：远离市场的是赚钱的，天天盯住市场的是不赚钱的。

@世界是虚构的假象：看法如下：

（1）手里有闲钱。富人手头不缺钱，一只股票拿住10年，这钱对他来说是闲钱，这是优势，我们这类升斗小民，手头用钱的地方多，大部分用于投资的钱经常需要挪用，这是劣势。按照墨菲定律，大多数急用钱的时候，钱在股市被套牢，两头挨巴掌。

（2）富人在圈子里得到的信息，穷人很难得到，富人交际面广，识人无数，有本领识别哪些公司比较靠谱儿，不然，换谁也不敢一大笔钱扔在那里10年。

（3）真正有眼光的人，10年前就到北京、上海购置房产了。

（4）投资是一辈子的事情，只要不离开“赌场”，输赢都不算数。

（5）这种方法是否值得效仿，取决于你资金的稳定性和眼光的独到性。

（6）频繁交易是投资的大忌，因为交易的摩擦成本太高，聚沙成塔。

（7）每个投资人都要用至少10年的时间，才能找到符合自己性格、情绪和资金情况的最优交易方法，持股不动和频繁交易都是股市里的异端，对普通人参考意义不大。投资如果是一门手艺，你就需要不断地学习和磨炼，提高自己的技艺，提升自己的眼光。

（8）运气无论是对投资，还是对人生而言，都非常重要，这个因素常被忽略。

@这家伙非常懒：从公司赚钱这个角度来看，公司股价越低越好，因为可以以低价格获取高收益。之前高价买入的部分由于市场的

原因损失了市值，但是实际的股权并没有发生变化。以这样的思路思考的话，股价上涨或者下跌都不算事儿。

@ 微光破晓：企业家因看好另一个企业家，满仓其公司股票10年，创造奇迹般的收益，这其实还是实业思维。投资不是这样的。

@ 何纯在南国：我看到一个数据，有人曾对很多人的操作进行过统计，平均回报率最高的一组是每年操作3次左右。

@ 天驰：交易越多，收益越趋向平均，就像猴子掷硬币。降低交易频次，再选择那些长年业绩平稳上升的企业作为辅助，有助于成功。今年增*n*倍、明年降80%的所谓拐点企业，在我眼里是烂企业。

◆ 如果时间回到2014年9月

如图1-2所示，如果时光倒流，可以回到2014年9月，有五个投资标的摆在你面前，全名分别是沪深300指数ETF、中证500ETF、国债指数，还有两个名字怪怪的，分别叫蛋卷斗牛二八轮动（CSI001）和蛋卷安睡二八平衡（CSI003）(注)，你会如何选择？



图1-2 2014年9月～2016年6月基金组合与指数收益率走势图

事实上，我们不可能拿着未来的信息回到过去做决策，那叫作弊。

真正值得思考的是，我们能清楚自己的收益预期吗？能清楚自己的风险承受能力和波动承受能力吗？

大部分失败的投资决策都是这几个因素错配的结果：过高的收益预期、过低的风险和波动承受能力。

@ 江涛：心理素质要过硬！

@ 不明真相的群众：其实不需要“过硬”，有清醒的认识就行了，如果对风险和波动的承受能力有限，那么放弃一部分收益预期，就天高云淡了。

@ 手工：眼光、心态、市场认知、胆识这些基本素质，大约90%的人明显欠缺，因此市场只能成就少数人。随着市场波动率下降，能够赚钱的比例会在未来几年中出现较大幅度的提升。

@ 宁静的冬日M：大部分成功的投资决策至少都同时具备这几个因素：适当的收益预期，远超常人的波动承受能力。

@ 不明真相的群众：没有波动承受能力的原因是缺少对投资标的的研究能力。

@ LengluDimeng：很赞同这点，波动的承受能力跟你对标的的研究深度及确认程度是绝对正相关的。

@ 阿饭同学：看年纪，还有自己是否有学习、观察、思考的能力，具备这些能力才能做出比较好的选择。但是符合这几个标准的人少之又少。所以，这个命题在我看来是完全错误的。

A股是最好的股市?

◆ 中国股市是全球最好的股市

中国股市是全球最好的股市：流动性全球第一；融资能力全球第一；估值高低各异，既有全球估值最低的板块，又有全球估值最高的板块，价值投资者和“赌徒”各得其所。

@天天平平：投资能长期赚钱本身就是很难的事，所以应该提高准入标准，净金融资产小于100万元的人不能进入股市。或者在雪球上的投资组合3年连续跑赢指数，证明有专业性之后再准入。

@ 不明真相的群众：这话我就不同意了，我没有100万元，我亏我自己的钱，招谁惹谁了？再说几句。

（1）圈钱不是A股的问题所在，任何股市都是因为圈钱而存在的，圈钱和回报投资者是一个事情的两面，股市本质上就是完成这两件事情的交换。现在A股权重股的平均分红回报已经不输于大部分市场。

（2）A股上市公司的信息披露进步巨大，甚至与投资者对它的需求形成了强烈的反差。

（3）如果说A股有什么独特问题的话，我认为主要是两方面：一是上市公司筹码供应还是不够（所以我一直旗帜鲜明地赞成实行注册制，敞开供应），二是在上市公司里面占很大比例的国有企业治理结构尚不具备现代公司的典型特征。

（4）从估值的角度来看，A股估值越来越低，应该越来越有投资价值，而美股没有这个变化。

（5）对个人投资者来说，永远是投资自己懂的低估值公司最重要，不能因为短期的投资回报影响这个原则。

◆ 旗帜鲜明地赞成A股扩容㊟

太阳底下无新事，但凡股市一跌，有一种论调就很流行：股市下跌都是因为新股发得太多，应该叫停IPO（首次公开募股）。甚至有人说，上证指数回到10年前是中国资本市场的耻辱。这真是费解，难道涨到10 000点就是中国资本市场的荣耀？我认为那会是中国资本市场的灾难。

当然，还有一种更加不切实际的说法，指数下跌和扩容无关，大小非减持，新股发行，A股流通市值从2006年的5万亿元到2012年近20万亿元，估值不下降，指数不下跌，那才奇怪了。

所以，指数下跌是事实，估值下降是事实，跟扩容的关系也是事实，这些都不是问题，真正的问题是如何看待这些事情。

但凡你是个消费者，你走进市场，如果市场里面商品种类丰富，价格低廉，你肯定很开心。如果里面卖的都是“歪瓜裂枣”，价格还贵得离谱儿，那你肯定“拔腿就跑”。如果市场管理方请你走之前提点儿建议，你肯定会说那赶快招商啊，多把优质供应商放进场。

可是如果这个市场变成资本市场，人们的思维好像就变了，尤其是如果他已经买了东西的话，为了避免手中的东西价格下跌，他会要求市场管理方不要再招商了，甚至把市场锁起来，不再放供应商进来，而只放购买者进来，只准高价买他手中的劣质商品。

当然，这只是一种人的思维。走进资本市场买东西的人大体可以分两种：第一种人预期别人会以更高的价格买入股票，所以他的唯一使命是猜别人会不会买，至于手里的股票到底值多少钱，他并不关心，当然，他反对市场上有更多股票出售，也就是反对扩容，最好市场上只剩下他现在拥有的那只股票；另一种人认为股票价格低于它的价值，进而买入股票，那么他的诉求就是希望市场上供应的股票越多

越好，估值越低越好，因为这样才有好的买入机会。至于有没有人以更高的价格买走股票，他不是那么关心，甚至股票价格下跌，他也不着急，因为他知道自己手中的股票值多少钱。

如果用一个“老得掉牙”的分类法，那么第一种人可以称为投机者，第二种人可以称为投资者。如果你搞不清楚身边的人是投机者还是投资者，其对扩容问题的看法就是最好的测试。

真正的投资者是不会反对扩容的，他会旗帜鲜明地支持扩容，因为无论如何，扩容增加了股票的供应，投资者更有可能找到低估的股票。当然，更好的办法是上市实行注册制，即发不发行股票由企业自己决定，达到交易所法定的条件，接受市场的估值，就可以发，这样理论上股票就是无限量供应的。即使目前股票发行没有完全市场化，投资者认为应该改进的也只是具体的发行办法，而不是反对扩容。

有人会问，新股发太多了，烂公司上市了怎么办？这完全不是问题，如果能认定它是烂公司，不买它就行了，大家都不买，价格就会回归，最后退市。另外，大家都要放弃靠发行审核对上市公司进行质量把关的想法。任何一个资本市场，都有所谓的烂公司，只要投资者有足够大的选择余地，烂公司就会自生自灭。

我补充一点我的看法：监管部门不应该对市场涨跌负责，也不应该对投资者的盈亏负责。

那么已经用高价买了老股的老股民怎么办？这是没有办法的，投资者本来就应该放弃“自己买的股票就应该涨”这种不切实际的幻想。

你还是得回到投资的本源：低的价格买好的公司。如果你不知道什么是低的价格、什么是好的公司，那么你也许应该放弃从资本市场获利的想法。

@ 麦克老狼：我希望新股发得越多越好，最好是取消审发机制，能不能顺利发行全靠市场化因素，这样才需要真正进行价值投资，而不是靠各种方式审批发行一大堆高价“垃圾”。

@ 不明真相的群众：公司财务数据是否造假，这是监管部门要管且能管的，无论怎么开放。公司是不是好公司（商业模式是不是好、管理是否优秀）监管部门是没有能力鉴别的。如果不让更多公司上市，那么已经上市的“垃圾”就能卖高价，这对投资者不利。

@ 东边的小石头：方丈这么认真。如果海量无限IPO，苍蝇蚊子都进来，影响大家也都知道，注意应对就是。如果股票最后真向所谓的成熟市场一样，大范围打折，那倒是好事，兴许时不时可以挖掘到彼得·林奇所说的10倍股。

@ 般若波罗蜜：因为股票市场不是卖场，每个参与者的角色都在不断变化，空仓时是消费者，满仓时却又成了商家，商家当然是希望竞争者越少越好。支持股市扩容，但反对行政手段甚至是个人情绪过多干预，要管合不合法，要管作不作假。

@ 宁静的冬日M：市场是最好的打假机构。以还没有严惩造假的措施为借口，就不能大量上新股，才是真正不切实际的乌托邦。没有哪个成熟的证券市场是在很多人想象的严格保护下的无污染环境中发展起来的，都是靠市场优胜劣汰。

所以旗帜鲜明地支持多发新股，这不是与虎谋皮的理论，而是唯一行之有效且对投资者最有利的选择。

@ 不明真相的群众：百度、阿里巴巴上市以后，作为“次新股”的时候，股价比开板价都低50%以上；网易上市的时候，连主营方向都不清楚，后来还因为财务问题股价跌去90%以上。各位看官，还认为它们是“伟大”的公司吗？

因为市场的波动，人为调整新股发行数量，将使中国股市重新陷入无解的“父爱模式”。“赌徒”因为父爱，“赌”得更放心了，但仍然摆脱不了亏损的命运，最后仍然会将亏损的怨气撒在“父”身上：您不是说4 000点才是牛市起点吗?

@龙虎山畔客：方丈一脸正气，观点堂堂正正，但忽略了一个角度：已入场买了“歪瓜裂枣”的，有些人是在受到恶意销售忽悠的状态下做决定的。说得严重点儿，原来“合同”条款是：甲方会负责到底。西方国家在金融危机后对机构（银行、保险）的不当销售行为彻底清算，开出大批大额罚单，对消费者或小投资者予以合理救济，至今都没停手。他们没有止于义正词严地对百姓说：投资有风险，输钱活该。这个做法值得学习，这样才能对过去有个完整交代。彻底教育还有救市思维的人，让全社会与以往的非市场行为彻底割裂。

@ 不明真相的群众：所以啊，我觉得，从两个角度说：建议监管部门一定要放弃对资本市场涨跌负责、对“赌徒”收益负责的态度，“不对赌徒负责任”的监管，才是最负责任的监管。广大“赌徒”一定要明白一个最朴素的道理：没有任何人能保证你赌赢，无论他是谁，无论他说什么。

◆ 好的资本市场是怎样的?

一个好的资本市场一定是供需平衡的，而中国的资本市场一直都是供需失衡，股票少、钱多，导致股价高，没有淘汰机制，估值工具失灵。

那么什么样的资本市场才是好的市场，我觉得符合下面特征的市场就是好的市场：

（1）交易所和券商求着公司上市，公司并不在意。为了拓展上市公司资源，交易所需要到拉丁美洲和非洲去开展业务。

（2）经常有公司退市——主动或者被动。

（3）经常有准备上市的公司主动放弃上市，或者发行失败，原因是认购不足。

（4）上市首日，“破发”的概率接近或者超过50%。

（5）经常出现市盈率接近1倍或者现金余额超过市值的上市公司。

（6）上市公司经常回购自己的股票。

还有什么条件？大家补充。

@ 耐力投资：有健全的法制体系的保障。

@ 李雪：企业和公众不以上市与否作为公司好坏的唯一判断标准；投资者投资的是企业的增长潜力，赚钱是顺便的事。

@ pengh77：让作假的公司每天担心被揭发、被惩罚就是好市场了。

@ zompire：这些特征无疑都是我们目前资本市场所欠缺的，但如果要给好的资本市场定义，条件就需要列得更为平衡，不能一边倒。也就是说，不能仅仅是肃清那些劣质的公司，还要奖励那些优质的公司；既要有自由的市场机制，也要有严厉的监控；既要有负责任的上市公司，也要有理智的投资者。

◆股市中的市场情绪

罗伯特·希勒在《非理性繁荣》一书中写道：“在20世纪60年代，‘股市是最佳投资场所’的理论曾盛行一时，投资者们感到股票是最佳投资工具，因为它可以减弱通货膨胀的影响，是分享未来经济增

长的手段。投资者们似乎确信，通货膨胀将伴随经济复苏出现，所以普通股即使在目前的价位上，也是真正的保值工具。当时投资者们都相信，如果通货膨胀爆发，股市将会上涨，而不是像现在普遍认为的那样会下跌，其结果是可能发生的通货膨胀成为持有股票的原因。”

现在中国是相反的?

@ 宁静的冬日M：2007年中国的A股市场情绪，类似于1967年时的美国股市状态。

所以站在1981年往回看，尽管自1967年以来的十几年间，美国GDP大幅增长（一如2007年～2017年这10年间中国GDP的大幅增长），标普500指数却原地踏步。

因此，20世纪80年代美国投资者的心态和1966年正相反。

但是如果站在1981年往前看，之后十几年美股的回报会因为之前十几年差，就一定很差?

那么，也不能因为过去10年中国股市的回报差，就断定未来10年的回报也差，因为样本太小，意义不大。

@ 山行：过去10年中国股市回报差，是不是也跟简单地计算指数就得出结论有一定的关系？以中国石油（6018572）为例，上市价格16.7元，计入各种指数时是38元，然后曾一路跌到今天的8.6元，上市后累计进行了18次分红，每股分红2.34元。

首先，中国石油从发行价涨到初次计入指数时的38.1元，这期间11天的涨幅和收益21.4元没有计入指数，但是收益其实归二级市场所有。

其次，中国石油从38元到8.6元共计29.4元的跌幅则100%影响到指数，尤其是初期给中石油的权重极大。

最后，指数设计中，分红是不除权的。那么中国石油18次分红是不会给指数带来任何上涨的。

总之，中国石油带给投资者的23.74元收益部分对指数上涨贡献为0，29.4元的下跌幅度则100%影响到指数。从实际投资者角度看，中国石油累计带来的跌幅不过5.66元，远远小于以指数算出来的29.4元。

◆炒股最大的悲剧

炒股最大的悲剧莫过于在A股市场里寻找优质的互联网公司，在中概股㊟里找被严重低估的传统行业公司。

如果要让未来的腾讯、阿里巴巴在A股市场上市，就得承认我们无法预知什么公司会成为伟大的公司，更不可能通过审批来判断公司的质量，我估计这个观点是很多人无法接受的。

腾讯、阿里巴巴、百度、网易上市的时候，基本看不出它们能成为“伟大”的公司，从很多指标看简直就是“垃圾”公司，根本达不到A股市场的上市要求，公司发展过程中，也有过证明公司业务、管理有问题的事件。

等公司证明自己是“伟大”的公司后，回到A股市场上市，大家就能赚到钱吗？2007年“伟大”的中国石油回到A股市场上市，股价曾冲到48元，现在股价不到8元。

◆稳定压倒一切

从过往的情况看，中国金融体系的维稳是非常成功的。债务不能违约，理财产品要刚性兑付，资产价格的波动也要尽量小。

这造就了一个超稳定的系统，也造成了投资者预期的超稳定，这才是信用扩张的根本原因。但是稳定压倒一切，包括稳定本身。

◆ 理想的股市具备哪些特征?

理想的股市应该以下特征：

（1）上市规则实行全球最先进的注册制，保证公司资源的无限供应。

（2）公司发行股份是求着投资者而不是让投资者摇号，经常要打五折才能发出去。

（3）经常有公司因为估值太低、流动性不足主动退市，而不需要“强行退市”。

（4）市场主体都是理性的机构，无知的“新韭菜”（新股民）请勿入内。

这样的好股市在中国也是有的，就是新三板。

@ Mario： 新三板要是再把门槛去掉，并禁止低价供股，就差不多接近理想了。

@ 唐朝： 少了最关键的一点，没有这一点，方丈的这几条会变成骗子的温床。

最关键的一点是披露虚假信息等同诈骗，对责任人处10年以上有期徒刑至无期徒刑，并处没收全部财产，信息真实性举证责任在披露人。

@ 书生老徐： 这说的不就是现在的中概股和港股吗?

@ 陈绍霞：个人认为，目前新三板的股票还是不便宜，主要还是因为主板小盘股估值太高，拉高了新三板的估值。什么时候主板泡沫破灭，新三板或许会有整体低估的时候。

◆ 为什么好公司让外国人买走了?

为什么很多好公司跑到境外去上市，不让境内的投资者分享成长的果实？现在创业板估值那么高，以后是不是再也没有公司去境外上市了？被人为隔绝的境内外资本市场最后会形成怎样的格局?

很多中国投资者经常抱怨，为什么像腾讯、百度、新浪这些“好公司”都不在A股市场上市，而是跑到美国、中国香港资本市场去上市?

最初的原因很简单，这些公司在A股市场根本上不了市。上不了市的原因主要有两个。

（1）财务指标达不到A股市场的上市标准，只好去美国上市。2005年8月，百度在美国上市时，就有人提出这个疑问。我们来看看吧，百度2003年才宣布盈利，至上市时盈利的记录只有两年。而直到上市当年前一个季度，百度的净利润只有30万美元，当时相当于240万元人民币，这根本达不到A股中小板的上市条件：“最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过3 000万元，最近3个会计年度经营性活动产生的现金流量净额累计超过5 000万元，或最近3个会计年度营业收入累计超过3亿元”，甚至达不到现在创业板的上市条件：“最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于1 000万元，且持续增长”或“最近一年盈利，且净利润不少于500万元，最近一年营业收入不少于5 000万元，最近两年营业收入增长率均不低于30%”，“发行前净资产不少于2 000万元”。

百度还算好的，新浪、搜狐、网易在美国上市的时候，公司不要说盈利，连盈利模式都说不清楚呢，更说不上达到A股的上市标准

了。

（2）因为A股不堪“圈钱”。比如某次股市暴跌之后，很多投资者要求停发新股，以阻止“资金被分流”。没想到监管部门从善如流，真把IPO给停了。但企业还是得融资啊。所以在这段时间里，中国石油、中国移动这些比较优秀的央企都跑到中国香港去“圈钱”，此后也去美国发行了ADR（美国存托凭证）。

从以上事实可以看出，监管部门是最为投资者着想的，特别害怕投资者买到质量不好的股票，所以不厌其烦地设置严格的上市审核程序，还害怕投资者在二级市场上炒股亏钱，所以不但设置了涨跌停板这样的“保护措施”，还经常为了二级市场的稳定调整IPO节奏。

这样美好的设想，产生的结果却完全背离初衷。A股市场上市公司质量并不尽如人意，而成长性最好的公司、给投资者带来最高回报的公司基本都跑到国外去上市了。A股市场依然是全球波动较大的资本市场之一。

结论可能也比较简单：监管机构不应该也不可能通过上市审核对上市公司的质量负责，公司的经营风险不是过往财务数据这些固态指标可以锁定的，监管机构不应该也不可能对二级市场的波动负责，市场的波动也不是通过设置涨跌停板或者调整IPO节奏可以控制的。

不过，在监管部门的精心呵护下，A股市场确实有它的神奇之处，就是融资功能强大，尤其是炙手可热的创业板，市盈率冲到几十、上百倍易如反掌，家家超募，有幸上市的公司一个个笑开了花。

在这种人“傻”、钱多、上市快的格局下，还会有公司去境外上市吗?

我认为还会有。首先还有很多公司永远达不到A股上市的标准。对真正急需融资的成长型企业来说，即使是创业板的上市门槛，也还是高不可攀。

即使达到A股的上市标准，也还有很多企业会到境外上市，原因可能是公司的境外投资结构，更重要的可能是上市的过程、感受和隐性成本。

一家公司要上市，就是把自己的一部分股权卖给愿意买的人，本来是再普通不过的生意，但不知道从什么时候起，成了难度最大的事情之一。在漫长的排队、等待审批的过程中，上市公司能深深体会到自己的“乙方”角色，不但要面对无数的不确定性带来的焦虑，还要承担数额不菲的表外成本。而选择去海外上市，除了海外上市的中国部分审批环节之外，上市公司很清楚自己的“甲方”角色，能感受到投行、交易所都是为它服务的。

A股上市因为估值高，IPO融资能力较强，但企业要再融资、制定股权激励政策时，又面临跟IPO差不多的审批程序。而在境外市场，就完全没有这个问题，更不用担心股民在再融资时骂你“圈钱”，这也是很多公司考虑的问题之一。对很多公司来说，上市并不是IPO的一锤子买卖，而是建立一个可持续使用的融资平台。

归纳起来可以这么说，上市前的审核、上市后的交易，已经使A股市场形成跟境外资本市场有所区别的气场，你很难说哪个气场好、哪个气场坏，但名气大的公司还是会有所偏好的。

所以我认为去境外上市的公司并不会因为A股估值高而减少。也很难说，这些企业里面会不会出现与A股市场投资者无缘的好公司。

如果我们认为优秀公司到海外上市是因为A股市场发行市盈率高的话，那这个问题何解?

已经有很多专业人士支着儿了。刘纪鹏、曹凤岐几位教授写了一篇宏文，对创业板公平和效率的缺失进行了反思，建议A股市场不但询价方面要市场化，在上市公司的数量方面也要敞开供应，用上市公司的量来冲淡资金，从而拉低估值。

对发审制度进行更加开放的改革，直至改成注册制，是中国资本市场迟早要走的路。但如果认为光靠这个就能解决所有问题，那就太天真、视野太窄了。

过去的所有经验都证明，在中国，凡是开放的行业就搞得好，封闭的行业就搞不好，资本市场我认为也逃不开这个规律。

增加上市公司的数量、改革发审制度仅仅是很有限的开放，那什么是彻底的开放呢?

资本市场的彻底开放除了发审制度改革外，还应该包括两个方面：一个是走出去，国内的钱可以自由地出去投资，国内的公司可以自由地出去上市；另一个是放进来，国外的钱可以自由地进来投资，国外的公司可以自由地到A股市场来上市。

外面的市场是大海，A股市场是湖泊，最后的结果应该是湖海连通，这样才能解决堰塞湖的风险。当然，我们也要面对大海里的惊涛骇浪，这是中国资本市场成长所必经的。

甚至，这都不是最终的图景。在资本全球化、交易电子化的大趋势下，资本市场的国界终将消融。一个账号可以购买全世界所有的投资品种；一个市场IPO，全球投资者都可以买到，那时候在哪里上市就根本无所谓了。

我敢打赌这能实现。

◆ 关于牛市那些事[注]

2015年6月12日，上证指数见顶。估值较高的中小盘股票持续下跌，中证500指数从11 545点下跌到6 100点左右，再未反弹。但以上证50为代表的低估值蓝筹股，下跌后则持续反弹。可以说2015年以后的股市走势，是比较明显的价值回归。上证指数2014年～2017年走势见图1-3。



图1-3 上证指数2014年～2017年走势图

中证指数2014年～2017年走势见图1-4。



图1-4 中证500 2011年～2017年走势图

跟一些投资界人士聚会，谈了对当前市场的一些看法：

（1）股指从2 000点左右涨到5 000点，核心驱动力并不是什么国家意志。控制股价这件事，有无数局部、阶段性的成功案例，但整体一定是失控的。

（2）这一轮上涨的核心驱动力还是居民大类资产的切换，从超配的房产转移到金融资产和股票。转移的原因有二，一是房价不再持续上涨，二是股票的回报率明显超过房产。在这一波上涨之前，房产的出租回报率大概在2%，而一线蓝筹股票的分红率已经超过5%。

（3）当前的估值不能用上证指数看，用代表性更好的中证500看的话，这一轮的高点11 545点，大概是2008年年初高点5 376点的两倍，而上市公司的整体盈利差不多也增长了一倍，所以可以认为，现在的估值水平与2007年最高点差不多。但现在存在的一个奇怪的情况是，还有一批股票的估值在20倍甚至10倍以下。

（4）也许股票在居民资产配置中的占比不一定能维持现在的比例，但是金融资产在居民资产配置中的占比肯定会继续上升，那么即将发生的事情是金融这个大类里面的细分品类切换，甚至二级市场里面的投资主题、方向切换。

（5）有人说A股市场甚至整个资本市场无效，从市场的长期运营看，完全不支持这个观点，结论很清晰：公司盈利能力才是股票价格的锚。

@ Ricky：估值水平，如果看创业板和中小板，远高于2008年，而根据实际情况来看，创业板和中小板应该是散户的最爱……

另外，本轮大多数的股市致富故事（不管是散户还是新锐基金）都源自创业板和中小板。

@ 宁静的冬日M：有两个细节想问您：第一，“这一轮中证500的高点11 545点大概是2008年年初高点5 376点的两倍，而上市公司的整体盈利差不多也增长了一倍”，这个数据如果没错，那么他的结论“现在的估值水平与2007年最高点差不多”就明显有问题。您回想一下，2007年的定期存款利率是不是现在的两倍，而CPI（居民消费价格指数）却依然在不停攀升？当时对长期无风险利率进一步走高的预期是否非常强烈？是否和现在正好相反？如果是的话，那么估值时所使用的折现率就应该大不相同，在同样的市盈率表象下，现在的估值应该比2007年低很多才对。第二，这里面还应该考虑到周期因素和结构因素。2007年是一个周期顶点，煤、钢、有色金属等行业的高利润水平显然难以持续，在这些周期行业的利润水平已经下跌的情况下，总体市盈率如果和2007年相当，考虑到可持续性，现在的估值水平就更低。另一个有力的证据是，传统金融的存贷款业务同样有周期性，只是由于多种原因会晚几年反映在账面上。它的市盈率就很低，只有几倍。也就是说，如果仅与未来几年利润下行概率相当的行业对比，就

能直观地看出现在的估值水平比当年低太多。这就是为什么大家会感到奇怪：2007年没有低市盈率的，现在却有。如果真是像谁理解的那样，现在的整体估值和2007年一样高的话，恐怕就很难有这种现象。当然这只是和2007年对比而言，不是说现在就绝对低。但个别的公司估值也确实太高。整体来说，还远没到2007年那种几乎找不到公司可投的地步。再举个美国的例子，2007年标普整体市盈率达20多倍，2009年年中却有好几个月标普的市盈率高达100多倍，但估值实际上反而比2007年更低，那时的美股也特别值得投资，甚至比现在十七八倍市盈率的时代更值得投资。另外，非常赞同您的第一观点：根本就不存在什么“国家牛市”，因为除了个别时点害怕泡沫太大以至于破灭，国家总是希望保持牛市。美国、中国都一样，但为什么过去国家希望牛市的时候，牛市却没有应声而至？说明一点：牛市背后的原因太多，远不是国家意志可以解释的，如果市场没到该涨的时候，自然就涨不动，反过来既然市场能够大涨，就自有它上涨的理由，政策不过是影响的诸多变量之一（就像华尔街的名言“不要和美联储作对”，也是在强调这个变量的重要性，但也绝不可能单靠它决定市场牛熊），要是在2013年，就无论如何也牛不起来。所以任泽平（雪球@任泽平国君宏观）能够跳出其他著名分析师所谓的景气周期、库存周期，并看到重要的分母驱动这个诱因，看到改革导致的预期改变，实在是独具慧眼。感谢雪球让我认识了这样有才华的人。

◆ A股是不是不重视分红？

@徒步十公里： 商业银行、中国石油、中国石化、中国神华、大秦铁路等大型央企的股息率在那里摆着呢，分红起码都有5%以上了，没有投资吸引力是因为股价不涨，仅此而已。

@bizmbx： 重视不重视分红，对有没有投资吸引力来说，既不是充分条件，也不是必要条件，理由如下：

（1）历史上多年重视分红的公司，往往其长期综合投资回报（含分红）都不高，也就是说，没有很大的投资吸引力。

（2）相反，历史上长期综合投资回报（含分红）高的公司，俗称大牛股，十倍股、百倍股，往往都是分红少的公司，而且往往等到他们重视分红的时候就已经不是大牛股了。

@ 黄建平：投资吸引力取决于利率和股市市盈率谁高，当社会实际利率为10%时，股市市盈率需低于利率才有吸引力，而分红是利润的一部分，股票是长期债券，利润才是股票债券的债息，严格地说，只有在公司边际投资收益率低于利率时才有必要分红，分红不能代表收益，因此吸引力与分红率没有逻辑上的必然关联。

@乡下的细牛：比起分红，我们更愿意看到的是公司拿出实际行动把钱投到能驱动业绩增长的事情上，毕竟我们投资股票是投资公司的未来，毫无增长只分红的公司我们为什么要投资？难道只为了每年那六七个点的分红吗？那还不如买债券保险，起码破产清算的顺序在股东前面。

@夜雨听风话价值：如果非要谈分红率的话，就一定要跟其他固定收益率产品做对比，因为暂时来讲，国内市场化程度比较低，比如信托、债券、银行理财等，并没有出现大面积的违约现象，所以大家基本上对固定收益的风险没有概念，而股市波动风险会导致亏损应该是尽人皆知的。这样就很清楚了，现在一般的银行理财收益应该为4%～5%，资金量大的话，10%左右也是有的，高利贷的收益更高但风险也更大，大家对此都深有体会，如果我们将现在无风险的收益定到6%～7%,相信大家应该不会反对了，那么股市的股息率达到多少才算是有吸引力呢？要比无风险收益高还是低？这就见仁见智了。

@月牙湾渔隐：按市场的逻辑，看分红的，主要是价值股，要拿股息率与国债、定期存款等无风险利率，甚至信托理财产品的收益

率进行比较，总体来说，自然吸引力不够；不看分红的，都顶着成长股的桂冠，真的假的没人知道，只要故事讲得圆满，有人跟进，股价涨，就自证了。

@风中微笑991：首先，分不分红并不是投资有没有吸引力的绝对标准，各家公司的具体情况不同，上市公司可以靠高分红提高吸引力，也可以选择把利润留在公司靠高收益预期提高吸引力。其次，在目前的分红与税收制度下，中小投资者参与分红事实上是亏损的。分红要交税，却还要按税前收益除息，那么除完息账户资产实际是亏了，而且分得越多，亏得越多，试问谁还愿意分红？

最后，在目前的上市公司股权结构下，有一部分上市公司大笔分红是为了满足大股东的意愿。与中小股东的持股成本完全不同，大股东的持股成本甚至是零，大股东可以不在乎分红造成的损失，每年白拿一大笔钱，何乐而不为？只是苦了中小股东。

@ 微光破晓：相对于低分红的市场，高分红的市场显然更有吸引力。并且在绝大多数情况下，高分红对投资者是有益的，理由如下：

（1）任何人、任何公司，在钱多的时候都会浪费，这与人品无关，是自然规律，是动物本能——动物园的豹子从来不懂得把吃剩的食物藏起来。就连A股上市公司中管理最优秀的万科，也是2008年公司出现困境时才想起A4纸可以两面用、办公室的灯在人少时不必全开。

（2）企业降低发展速度，与降低投资者回报是两回事。把钱分掉会让公司变得节俭（相对的），而投资者把红利投回到一家更节俭的公司，不是很好吗？我拥有的份额更大了，企业的浪费却更少了。

（3）资金短缺会触发企业融资的冲动，而融资通常选择在估值较高的时候。（也有个别例外，但再融资多数是有利于老股东的，有心者可以当然，这种现象同样不是管理水平或回馈老股东的意愿决定的。）

（4）在股价低迷时，可用来抄底的现金红利则显得更加宝贵。想想2008年的张裕B、鲁泰B、伊泰B、深赤湾B以及各种“B”吧。

@不懂幽默： A股没有吸引力，或者萎靡不振。但凡真正的好股票都是以股东利益为出发点的。A股市场有几家能够做到这样？真正创造股东价值，就算不分红，也会供不应求。

@沸石追日： 投资吸引力与A股重不重视分红无关。

（1）地方政府把公司上市视为政绩，当届班子给予极大的政策支持，公司上市吸引到巨额资金，公司用来扩大生产经营或建设新项目，地方GDP增长了、就业增加了、税收上来了。

（2）公司上市是股权投资者资本退出重要、便捷的渠道之一。公司不断画饼就可以满足盲目的二级市场投资者，一次性卖个好价钱。但获利的未必是二级市场投资者。

（3）投资者喜欢爆发式成长，喜欢概念，喜欢题材，喜欢想象力丰富的故事。博弈心理很强，那一点点分红根本不放在眼里，看看他们的年均交易成本就明白了。

（4）现在分红好、业绩确定、增长尚可的大蓝筹股有不少，交易价格让所谓的价值投资者惊呆了。或许，价值会恢复，但时间成本和机会成本太大了。

（5）什么样的游戏规则造就什么样的玩家，在如今的游戏规则下，规规矩矩做投资的人会受到惩罚。说到投资吸引力，我认为从细

微处观察就是每个投资者所接受并认可的投资信仰。信仰是什么？不就是在考验最严峻时依旧坚持到底吗？对大多数人而言，投资吸引力与重不重视分红无关。我个人比较喜欢现在大蓝筹股的分红。

@top_gun888：股票分红率多少，显然不是A股股市长期萎靡和不涨的症结。我只要举一个反例就能证明这个结论：现在A股市场涨得最好的股票都不是能分红的股票，而能分红的股票都是跌得最狠的股票。

比如，银行股低迷并不是因为分红不够，银行股现在已经是中国股市分红率最高的板块了，但这并不能改变银行股持续低迷和不断下跌的现状，也不能改变银行股长期是中国股市市盈率最低的板块这一现实。凭什么认为银行股再提高分红率就能改变这种状况？分红率多高，取决于公司的发展状况，处于快速发展中的公司和行业之所以没有采取大分红，是为那样不符合股东的最大利益。我已列举了恒升银行现金奶牛的例子，但在中国，对于兴业这种快速增长的银行，过高的分红率根本就不符合股东的长远利益。分红不多并不是股市的症结，即使加大分红也不能扭转中国股市低迷的局面。

@ 魏员外：天地间没有永恒的主角，也没有永续的公司，所以不分红的公司绝大多数都是蛮不讲理的。但就我个人而言，正打算用两周时间，把股息率因子从我的策略中逐步剔除出去。虽然如果以月作为交易单位，高股息率策略是有效的，以此为组合轻松跑赢沪深300指数，但是Wind资讯提供的几个股息率数据让我感到很遗憾，因为并不适应以日为单位的交易方式。

@天涯路：一只股票或者一个市场是否具有投资价值，和分红比例高低没有必然的联系，关键在于留存收益再投资的收益率，能否超过投资者的必要收益率。如果能，少分红或者不分红完全没问题；如

果不能，那就应该提高分红比例，否则就是价值毁灭，就是在浪费股东财富，就不值得投资。

假设无风险收益率为6%，股市风险溢价为4%，那么投资者投资股市的必要收益率就是10%。当上市公司的留存收益再投资的收益率超过10%，低分红就是合理应当的。反之，如果留存收益再投资的收益率低于10%，那上市公司就应该增加分红比例，减少这种低效的再投资，否则就等于毁灭股东财富。

在财务指标上有简单的判断标准：一是该股票的ROE要高于投资者的必要收益率，二是ROE要长期可持续。

很多人拿银行股分红来说事，动不动就拿美股蓝筹股70%～80%的高分红率说事，实际上就是不懂上述财务原理。因为即使以10%的必要收益率计算，这些年银行股的留存收益再投资，收益率远高于此（一般在15%～20%），银行股的低分红实际上是在为股东创造财富，而并非某些人说的“铁公鸡”。美股蓝筹股高分红，那是因为这些股票所在行业早就找不到那么多高收益的投资项目，留存收益再投资的收益率太低，与其再投资，还不如把钱分给股东，所以才有高比例的分红。典型的就是微软。

那么银行股什么时候应该大幅提高分红比例呢？当银行股的ROE逐年走低的时候，银行股才应该提高分红比例。

不只是银行股，所有公司股票都是如此。

◆ 大盘蓝筹股“盘子太大，炒不动”？

@ 何晨之声：不尽然，腾讯盘子也挺大的，涨得一样很好，主要是预期，A股市场很多国企、央企的蓝筹股，5年、10年做的业务都没什么变化，市场对这类公司热情不高。

@ ETF拯救世界： 当然不是。很多所谓大盘蓝筹股实际自由流通率非常小。很多股票虽然已经可以流通，但实际上根本不可能流通。比如中央汇金持有的中国建行银行、中国石油集团持有的中国石油是不会拿来交易的。部分大盘股的自由流通市值，中国建行银行只有340亿元，中国石油有303亿元，中国石化有277亿，中国联通有247亿元，中国人寿有196亿元，中国铝业有127亿元，中国中铁有119亿元，宝钢股份有119亿元。

再看，能涨的股票自由流通市值就一定小吗？2013年创历史新高的民生银行现在两市自由流通市值第一为1 583亿元，中小板、创业板的大牛中，自由流通市值为：海康威视258亿元，比亚迪196亿元，华谊兄弟195亿元，歌尔声学165亿元，科大讯飞、杰瑞股份、碧水源、金风科技、欧菲光、乐视网、汇川技术、蓝色光标、机器人、网宿科技的自由流通市值全部在100亿元这些是否是大盘蓝筹股？“炒得动”还是“炒不动”并非能否上涨的关键。（自由流通市值数据来自Wind金融终端）

@ hebei1385： 业绩下滑、通胀和圈钱是蓝筹股下跌的根本原因，有色、煤炭、钢铁板块2013年的业绩还不如2007年，股价凭啥涨；石油、石化、火电、水电、高速公路板块业绩2007年以来虽然没有下滑多少，但利润长期不动，如宁沪高速6年前一年赚30亿元，现在还是赚30亿元，而由于通胀因素，现在的30亿元已经无法和6年前相比较了。只有银行特殊，银行股相比6年前业绩增长了，但银行一方面是不断圈钱增发维持业绩增长，另一方面资产项目中（如贷款给上述企业）存在较大风险。所以大盘蓝筹股由于业绩下滑、通胀和圈钱的因素不断下跌很正常。试想一下，如果中国石油还是和上市前一样，年年利润快速增长，股价能不涨吗？

@ 卧牛： 居然没人说最没水平的原因，过往两三年社会整体无风险（或预期无风险），投资收益率一直高达10%以上，收益率10%

～20%的理财、信托产品层出不穷。在货币不大量超发，流动性不严重泛滥的情况下，股票大路货的合理（市盈率）不会超过10倍。当前上海A股的静态市盈率是10.34，动态市盈率9.34，也就是说，大盘蓝筹股不涨是符合价值规律的。这个原因够迂腐，够“超预期”吗？近来几个月这个因素正在转化，社会整体投资收益率在逐步走低，刚兑已经打破，利率曲线趋于转正，但还没有发生根本转变。

@ 能力圈：中国上市公司中，银行业的利润占比高达50%，银行业是一个高杠杆、高风险的行业，特别是在目前经济下行期，市场对银行的坏账充满担忧，所以拖累了大盘。市场的担心并非毫无道理，毕竟中国银行业的历史并不光彩，仅仅十几年前，作为一个整体实际已经破产，在成立四大资产管理公司剥离不良贷款之前，大型商业银行的坏账率超过20%。至于银行业之外的大盘股，类似中国石油这种，我个人倾向于认为是被低估了。

@ 理想反向指标：基金公司要做业绩或者玩老鼠仓，当然是抱团炒小盘砸沪深300指数比较容易，即有面子又有奖金（业绩基准都是沪深300）。有良心不这么干的基金经理，业绩排名靠后，自然被换掉。要是推出个小盘指数期货，然后大家都用小盘指数当业绩基准，你说结果会咋样?

另外，大盘股的大股东基本就没有做高股价的动力（国企不考核这个），小盘股的大股东可是动力十足。这叫市值管理。

@ trustno1：这么简单的问题整那么复杂！大盘股趴地板上，创业板炒到天上，就是因为主板具有价格发现机制——股指期货，而创业板完全没有！创业板唯一可以间接达到做空的机制IPO被管制了！要在主板做空可以用银子砸下去，而创业板只能用唾沫砸下去！创业板就是股指期货推出之前的主板！换言之，主板是一个更加市场化、价格更为合理的地方，而创业板是一个市场失灵的地方。一个易涨难

跌，一个易跌难涨，人往高处走，水往低处流，资金淤塞在创业板里还有什么奇怪的吗?

◆投资问道

@ 小雪花A9：方丈，我现在重仓了一只股票，目前已经获利50%,但我认为该公司处于高速增长期，未来股价增长2~3倍是大概率事件，然而三季度快结束了，年末估计会回撤，就眼下而言，是卖掉部分做波段，还是忍受回撤?

@ 不明真相的群众：如果是我，我就啥也不干。“年末估计会回撤”只是低于50%的概率事件。当然，真正的问题是，“该公司处于高速增长期”到底是不是一个正确的判断。

@ 万马战犹酣：方丈是什么时候开始对投资感兴趣的，有没有具体的某个人或者某个事件启发？你在投资的道路上变更过自己的理念和方法吗?

@ 不明真相的群众：我是2006年入市的。没有受谁的影响。具体驱动事件是当时人们都在说股市很不景气。理念和方法从无变化，但是，对公司的理解和对自己认知能力的理解有变化，就是想买的公司越来越少，想做的交易次数越来越少。

@ 业余的赌徒：请教一下方丈，香港的综合性公司一般要打折，如复星国际、北京控股、光大控股等，意思是集团旗下的子公司价值加起来一般远高于集团公司市值，看似是集团不够进取。我一直没明白，集团懒一点儿有什么问题，下面的企业干活儿不就行了?

@ 不明真相的群众：投资控股类的公司有一定折价是合理的。投资就是要尽量减少不确定性。我们投资一家公司，这家公司的商业模式、治理架构本身已经存在一定的不确定性了，如果是一家投资控股类公司，它再去投资别的公司，那么就等于多加了一重不确定性。

@ 风一阵贝影：这个逻辑是否跟投基金是一个道理，投基金，基金公司再去投企业。中间确实多了一层不确定性，但对于投资认识能力有限的人而言，是不是折中的办法?

@ 不明真相的群众：选股（投资）是一个难度极高的事情，绝不是普遍具备的能力，所以委托他人是有很强合理性的。如果还想尽量减少不确定性，指数基金是不二之选。

@ 炒股的小沙弥：方丈，除了低买高卖，对您最有价值投资信条或投资策略是什么?

@ 不明真相的群众：买股票就是买公司。

@ 我是任俊杰：正是因为“研究”了“市场”，才做到了“买股票就是买公司”。

@ 我在临港：方丈至今为止买得最失败的是哪家?

@ 不明真相的群众：富士康。20元钱买的，最低跌到1.5元。自己在富士康投资上的失败，本质上是对手机的代际更替和市场格局的变化没有洞察力。但也因为智能手机在别的股票上赚了钱，所以买富士康亏的钱就算学费吧。

@ 不动如峰：请问方丈，持有等于买入吗?

@ 不明真相的群众：我觉得并不完全等于。买入，说明无论定性（公司质地好坏）和定量（公司估值是否合适）都很满意；持有，有可能定性无变化，但估值不吸引。

@ 大道小岛：方丈，有没有好办法去鉴定自己是否有某方面的能力圈?

@ 不明真相的群众：如果有一个事情你老做不好，或者做得很吃力，那一般来说，你就不具备这方面的能力圈。

@ 大道小岛：要怎么确定自己是否具备看懂某个公司的能力？或者说怎样才算有能力看懂某个公司？

@ 不明真相的群众：如果一个公司你买入的时候一点儿不犹豫，并且跌50%你也不会想卖，那么你就看懂这个公司了。

@ 最弱者的探索：刚看完《漫步华尔街》，里面提到的单纯技术分析和基本面分析在“市场随机性”面前作用不大。但是我发现很多大牛股确实是基本面良好、业绩稳定并且保持增长，方丈怎么看？

@ 不明真相的群众：长期来说，股价当然是基本面决定的，只是这个时间周期跟大家的预期可能有些差距。

在美股上市有啥好处？

◆ 美国资本市场“小人”多

A股市场是上市艰难，一旦上市成功，基本能塑成“不败金身”。而美股市场则恰好相反，上市容易，混市难。这可能是兴冲冲赴美上市的中国公司接下来要面对的问题。

2010年，中国公司赴美上市再掀高潮，年内就有近40家公司成功上市，而且准备上市的公司源源不断。

为什么这么多公司去美国上市？简言之，主要原因就是在美国上市容易，没有漫长的排队等待和不可测的审批程序。

然而几家欢乐几家愁，就在一些公司开香槟庆祝上市成功的同时，很多已经成功在美国上市的中国公司却正被美国资本市场搞得焦头烂额。

2010年，在承认财务数据作假之后，绿诺科技从纳斯达克退市。此前，有研究机构指责绿诺科技财务数据和客户关系不实，绿诺科技股价暴跌。同年退市的还有中能控股、智远天下、同心国际等多家中国公司。

2010年12月，上市不足两个月、号称“中国B2C第一股”的麦考林遭遇律师事务所发起的3起投资者集体诉讼，被指责上市申请和招股说明书中的信息有误导嫌疑。麦考林股价大跌，仅相当于招股价的60%。

由唐骏注入网游资产而借壳上市的大华建设，因为股价不能保持在每股1美元之上，公司也于2010年通过决议，准备进行“合股”，以规避退市风险。

2010年面临类似困扰的还有旅程天下、福麒国际、多元印刷、中国绿色农业、阿特斯太阳能、稳健医疗、东方纸业、天人果汁、山东博润、艾格非、泰富电气等多家公司。

困扰来自多个方面：

（1）交易所：不能按时提交合格报表、股价长期低于每股1美元，都可能被交易所勒令退市。

（2）投资者：美国的小散户不好惹，如果公司股价下跌，信息披露方面又被抓住小辫子，投资者往往会发起集体诉讼。很多律师事务所专以代理此类诉讼为主业。

（3）对冲基金：虎视眈眈的对冲基金一旦发现公司有问题，往往买入空头后披露质疑信息，导致公司股价暴跌，做空的对冲基金则名利双收。

（4）媒体：媒体喜欢报忧不报喜，揪住公司的短处不放。这里面有《巴伦周刊》《华尔街日报》这样的知名媒体，也有很多名不见经传的小网站、小媒体。从来没有人能质疑它们的“资质”。

（5）会计师事务所和审计师事务所：动不动就不在报表上签字，而且把与管理层在财务问题上的分歧公之于众。

不好混啊，美国资本市场“小人”格外多。被这些“小人”缠上，轻则股价暴跌，重则黯然退市。

其实这是美国资本市场与中国资本市场的根本区别。中国是上市不容易，只要能成功上市，主营业务再烂都还有不错的股价，经营实在不行了，搞个卖壳重组概念，还能拉上10个涨停板。美国资本市场则相反，上市容易得很，基本来者不拒，但上市后不好混，投资者、对冲基金、事务所、媒体、交易所一天到晚盯着你，蛋上稍露条缝，就会有苍蝇来叮。被叮破了，除了自己的业绩，没有任何力量能救你，没人为你的股价背书，你的壳都不会有人要。这些都是兴冲冲赴美上市的中国公司需要面对的问题。

这背后是中美资本市场设计的不同逻辑。美国资本市场的逻辑是不认为交易所、监管部门有能力甚至有义务通过上市审核把控公司的质量，它们把鉴别好公司、坏公司的事情交给投资者自己，甚至上市以后，监管方和交易所也只管信息披露，对上市公司的监管更多地依赖投资者和第三方市场的力量去完成。

哪种思路更有效？到目前为止，美国资本市场上云集了全世界最优秀的上市公司，包括一批最优秀的中国公司。

这可能正是美国资本市场最根本的吸引力所在。

◆ 中概股私有化会搁浅吗？

因为A股行情突变，很多人担心中概股私有化会搁浅。

具体而言，担心来自几个方面：

（1）如果A股估值降低，对在美国上市的中概股是否仍会有吸引力？

（2）如果注册制推迟，中概股私有化回A股市场上市的路是否还走得通？

（3）私有化的买方会不会募不到钱？

（4）公布私有化价格后，股价继续下跌，一方面会让公司觉得这个私有化价格不划算，另一方面会影响投资人对私有化的信心。

我觉得：

（1）无论A股估值水平如何下移，本土上市对大多数公司还是非常有吸引力的。A股现在的价格并不是问题，管理层持股都要锁定3年，谁知道那时候会是什么价格呢。

（2）注册制推行的时间表也许会调整，但大方向不会变。丰富A股市场上市公司的品类，吸引互联网、创新商业模式的公司在A股市场上市，符合国家管理层、金融监管部门的意愿，也符合交易所、上市公司股东、投资者的利益。另外，其实国内可供上市的公司资源已经不是那么丰富了。

（3）短时间内也许募集资金确实会遇到困难，但如果接下来股市和房市都萎缩，私有化这种跨市场套利的项目说不定会成为融资市场上的“香饽饽”。

（4）公司可以通过回购股票实质性降低私有化的成本，并且不用冒调低私有化价格的道德风险。

还需要提到的一点是，资本市场治理中，更多的法治精神、契约精神会有助于吸引优质公司上市。

@不明真相的群众：不得不说，这是我做过的最不靠谱的预言之一。

@夏末夏夕：“其实国内可供上市的公司资源已经不是那么丰富了。”方丈，这句话有根据吗？这点很关键，能说说大概情况吗？

@不明真相的群众：虽然想上市的公司非常多，但是营收和利润达到一定规模、经营能持续、愿意公开的公司并不是那么多。

@alvin老薛：短期内回归A股市场的，基本以第二梯队排头兵或第一梯队末尾为主，在海外市场估值偏低，外国人又读不懂中国国情，不如回国寻求更多故事包装及政策倾斜；无论如何对A股市场都是利好，有过留洋经历能活着本身就是通过市场认可和洗礼的，同时各类操作会更规范，一直闭门造车的国内分析师也能近距离了解什么才是真正的优质公司。

@屈无息：认同方丈的分析。另外，从融资角度看，未来股票市场应该是这些新兴经济模式的主战场，有关部门应该也希望把这些在国外上市的公司吸引回来。

◆最优秀的中国上市公司在哪里？

价值投资者最重要的使命是寻找优秀的上市公司。

那么，最优秀的中国上市公司在哪里？在境外。比较讽刺吧？腾讯是不是最优秀的中国上市公司之一？它在中国香港上市。携程是不是最优秀的中国上市公司之一？它在美国上市。百度是不是最优秀的

中国上市公司之一？它在美国上市。新浪是不是最优秀的中国上市公司之一？它也在美国上市。

说它们是最优秀的几家中国上市公司，并无特定的标准，而是综合考量了这些公司的行业处境、品牌知名度、管理水平、财务状况、给投资者的回报等因素。那么结论比较清晰，就是有一批最优秀的中国上市公司都在境外上市，主要集中在美国纳斯达克和纽交所。

在美国上市的中国公司，可以说是给中国价值投资者的最好礼物了。很多中国公司通过在美国上市，在创新能力、公司治理方面逐渐与国际接轨，给价值投资者提供了“好”的投资对象。美国投资者对中国公司的运营状况了解和理解有限，导致中国公司股票的估值经常出现严重偏差（有高估，也有低估），这就给更了解公司的中国投资者提供了最好的机会。如果你知道这家公司是好公司，而美国人还不知道，你可以买入；如果你知道这家公司不好，而美国人还不知道，你可以卖空。

作为国内首家美股投资专业网站，“i美股”以其接近中国上市公司、接近中国市场的天然优势，对中国在美国上市的公司进行持续的投资研究。2010年，共有41家中国公司在美国成功上市，与当年新浪、网易接踵上市一样，上市的有公认的行业龙头企业，也有名不见经传的传统行业小公司，甚至有不少无厘头的“坏公司”。但在泥沙俱下中还是不难看出，上市公司的主流抓住了当下产业创新的热点：电子商务、移动互联网、社交网络。如果赋予这些公司一个共同特点的话，那就是2.0，区别于新浪、网易这些1.0的中国概念股。在2.0的中国概念股里面，哪家是未来的百度，哪家是未来的携程?

成功的公司并非天生就是成功的，但往往很早就有成功的气质，如果通过阅读这些报告，找到公司成功的蛛丝马迹，那么你离投资成功也不远了。

◆ 中国概念股钱多成灾?㊟

买入一只净现金高于市值的公司的股票，是捡到了大便宜？很遗憾，你可能只是买到了一个长着现金“肿瘤”的怪胎。

价值投资者特别重视投资的安全边际，对公司负债率有一种本能的厌恶。如果股价能够低于净资产，他们会觉得可能捡到了便宜货。如果股价低于每股净现金，更会觉得碰上了千载难逢的买入机会。

那么，投资是不是就在行情系统里面，把净资产和净现金占比最高的公司找出来呢?

我们来看表1-1，表中内容是在美国上市的中国概念股公司的净现金绝对值及其与市值的比例。

表1-1 部分中概股公司净现金值与市值的比例

金额单位(百万美元)

	现金及等价物	现金及短期投资	总市值	现金占市值比(%)	现金短投占市值比(%)
新浪	594.908	828.010	2 508	23.720	33.01
百度	610.320	719.200	26 395	2.312	2.72
搜狐	599.153	599.153	1 654	36.224	36.22
网易	211.419	1 129.550	4 112	5.142	27.47
中华网	108.067	108.067	219	49.346	49.35
盛大	1 472.800	1 669.900	2 692	54.710	62.03
巨人	184.376	738.390	1 695	10.878	43.45
畅游	265.405	265.405	1 522	17.438	17.44
盛大游戏	303.800	448.000	1 492	20.362	30.03
完美时空	274.972	275.710	1 262	21.789	21.85

数据采集时间：2011–01–04

如表1-1所示，是不是投资盛大和中华网最安全，而投资百度最不安全呢?

非也！

公司有一些现金，有较高的净资产，给了我们一定的安全区间，但我们不要忘了投资的本义。

为什么投资呢? 是因为我们自己有点儿现金不知道怎么让它增值，我们相信有比我们更懂得使用这些现金的人，就是我们投资的公司的管理层和员工。那么，能否把现金用好才是衡量公司能力的标准，而不是现金的多少。

通常公司使用好现金的办法有哪些呢?

投资核心业务，改善现有的产品和服务，提升公司的竞争力和市场份额，这应该是公司融资的最主要诉求，也是投资者把钱投给公司的最主要理由。

如果资金在主营业务上用不完，有很多公司会将现金用于并购相关业务，以期增强公司的业务竞争力，甚至实现公司的转型。盛大控股减持盛大游戏的股份，将现金用于拓展文学、影视等业务，应该就是出于这个诉求。并购可能会碰上并购质量的问题，买了跟业务不相关或者质量差的资产，有可能钱就打了水漂。并购后还会有业务整合的问题，并购公司通常都有“整合”梦想，希望并购来的业务能够与现有业务产生协同效应。可是“整合”听起来美妙，却往往是灾难的开始。这方面要学习Google，Google算得上是互联网公司里的并购大王，其并购有两个特点：一是都有专业的团队论证并购的合理性和价值，尊重专业性；二是对并购来的公司都不急于做管理上的整合，基本还是保持独立公司的管理模式，只是在渠道和文化上有所谓的整合。这样就能保证被并购的公司依然保持其活力。

如果并购也用不完，现金通常还可以用来分红。分红稳定的公司也有一群追随者，比如养老社保基金。

但分红有个问题是需要纳税。另外，投资股票本来就是因为资金多，分了红，钱用来干什么呢？还是用来买更多的股票。所以有一些投资者认为，回购股票是比分红更好的回馈股东的办法。但是回购股票也有一个问题，就是不能像分红一样成为一个持续的策略，没有办法达到投资者稳定的预期。

如果不分红，又不回购，那现金还可以用来干什么呢？只好存在银行里或者买美国国债了。但是回到我们说的投资本意上来，如果钱被上市公司的CFO（首席财务官）拿去存银行，我为什么不自己去存而要买你的股票让你去存呢?

遗憾的是，现在中国在美上市的互联网公司普遍都是这样处理的：把巨额现金放在银行里赚利息，或者买一些短期理财产品。同时，每个季度的正向现金流还在源源不断地增加净现金总额。如果这个状况持续下去，净现金总额超过市值，那将是"指年可待"的事情。更荒唐的是，有时候巨额现金不但没有给股东创造价值，反而因为处理不当造成巨额损失，比如购买风险大的理财产品。这时候，这巨额的现金，就如同人体内生长的肿瘤——消耗养料却不创造价值。

钱多当然是好事，但如此低的利用效率就是个问题。看来这些公司的CEO和CFO们得想出一个更好的办法，使用好这批现金以回报投资者。

@ 郭荆璞：杠杆收购了它，然后现金全部分掉。对于某些垃圾公司，明摆着那么多现金不好好用，说明它们根本没把股东利益放在心上，你要收购，人家肯定猛吞一个毒丸，然后跟小股东哭、跟政府哭，哭天喊地，信誓旦旦地跟收购方抗争到底。

@ 雪山：对现金高于市值的公司而言，即使把现金全部用于买国债也比直接买股票好，这相当于零成本杠杆。好比市值10万元的公司，净现金有100万元，如果国债收益率有5%，相当于ROE为50%。即使这些现金拿去做别的投资出现亏损，对于当前市值来说还是有安全垫的。

@ core：现金过多，说明公司的主营业务进了死胡同，找不到发展的出路。钱不投给自己发展，主要拿去并购，或者发展新业务，是陷入困境的老年型公司的特征。对本行已经丧失信心，只有靠并购外来业务才能提高盈利能力，稀释危险的高市盈率。如果刚上市就这么干，那是未老先衰。

@张翼轸：高ROE的公司是不该派息的，把钱用于再发展对公司更好。对曾经的高成长公司而言，宣布派息其实就是同时宣布高成长期结束。比如微软1999年股价见顶，2003年开始派息对此做确认，这之后股价就始终是横盘，再难有大作为。

@ 不明真相的群众：A股高现金流基本有两种情况：第一，因为二级市场的高估值，IPO超募了很多钱，远超出公司运营之需，那么这钱是不太可能分给股东的，你甚至可以认为这家公司存续期间做的最大一单业务就是IPO，所以这是主营业务。第二，一些类公用事业的国企股，估值、收入和盈利稳定，这些股是会分红的，“两桶油”、“四大行”都是这样。这些公司分红占利润的比例一般比较稳定，它们的盈利也比较稳定。这些公司如果市盈率低于10倍，分红4%以上，我觉得可以作为收租股持有，至少比存银行强。其他公司大多是资本开支巨大型，让它们分红没有道理，看成长吧。

@一腔热情文文：上市公司现金的用途决定公司未来的发展，并不一定是现金越多越好。

@星星看雨：我爱现金、分红，伯克希尔·哈撒韦不分红是特例——总能让手上的巨额现金有更好的去处。有巨额自由现金的公司已经不多，有能力让手上的巨额现金有更好的去处的公司更是稀有。

@ 唐纳德:

（1）对于估值合理的非成长性公司（增长缓慢或不增长），如果公司产品可以抗通胀，赚钱以后愿意大规模分红，不失为一个好的投资标的，这就像好地段的房子一样，你赚了10年房租，并且随着通胀率的上升，房子本身也升值了，此类公司如长江电力。

（2）对于估值合理的非成长性公司（增长缓慢或不增长），如果公司产品不抗通胀，则没有任何投资价值，还不如购买债券。此类股票如高速公路股，提价无望、增长没戏、永续经营不可能。

（3）对于估值合理的成长性公司，分不分红是次要的，关键在于其成长性，怎么让股东原有的权益通过再投入和经营变得更多，以使公司的股价获得较好的估值。股东可以视自己的情况卖出股票改善生活，当然，能在公司股价被明显低估时回购股票就完美了（如伯克希尔）。此类公司如果可以永续经营，在公司业绩增长到一定程度并稳定以后，净利润50%左右的分红就可以带来相当于原始资本20%以上的年回报，这样稳健的收益，投资者可以拿着股票吃分红，就像10年前贵州茅台的投资者一样，如果公司无法永续经营，则应该选择在业绩或股价见顶以后卖出。

◆ 如果，如果

如果在美国上市的中概股回A股市场只能获得与美股一样的估值，即转市场溢价消失，就可以享受如下几项特惠政策:

（1）上市实行注册制。

（2）VIE（可变利益实体）模式公司可以直接上市。

（3）再融资价格、时机由公司自行决定。

（4）支持员工期权激励制度。

（5）支持AB股制度。

那么在美国上市的中概股会私有化，回A股市场上市吗?

@ 美股会：大部分会回，致力于国际化的可能会回。

@ 明说：要开拓国际市场的不回，主要业务在国内的肯定会回来。

@ 安全员-不动如山：我认为会的，一个公司的土壤和影响力在哪里，就应该在哪里上市。各种运作和表演必须有人欣赏才行，是吧?

@ 毛老板：首先，这个“如果”基本不成立，即使A股回到2 000点，互联网公司估值也会比美股高。其次，即使估值一致，也会回来，容易讲故事、好融资。

@ 不着急xia：回A股市场只能获得与美股市场一样的估值，但一定会回，因为市场在这儿。

@ Ricky：完美的假设市场。



民间低手看宏观

◆ 调控不是万能的

（1）如何看待资产价格的波动？人类进入资本主义社会以来，资产价格就一直在波动，波动的原因和过程从来没有什么创新：民众收入增加，人们除了消费还有多余的钱投资，买入资产，资产价格上涨，吸引更多人买入资产，资产价格进一步上涨，直至再也涨不动了。所以对于每一次资产价格波动，根本没有必要去找一个复杂、具体、创新的解释，因为这事本来就没什么创新空间啊。

（2）如何应对资产价格的波动？到底有没有泡沫，泡沫会不会破灭，什么时候破灭？如果把握得住，发财就太容易了，可是很少听说有人是靠算命发财的。资产价格波动就像海浪，随波逐流还能混个平均收益，而试图去掌控波浪，则极有可能会把自己的船搞翻了。

（3）如何看待货币政策、财政政策，以及其他政府调控经济的行为？调控不是万能的，政府调控只是经济诸多变量中的一个。调控政策受很多随机、局部、阶段性因素的影响，肯定是缺乏系统性和连续性的，所以也一定到不了算计普通民众钱包的程度。

◆ 改革与股市

改革就是揪着自己的头发让自己脱离舒服的地面；改革的阻力就是自己的重力，就是既得利益；改革的动力能克服重力，改革才能成功。

基本上只有绝境求生，动力才足够。现在大家都混得挺好的，离绝境不知道有没有十万八千里。

自上而下的改革最后往往都流于形式，你会把希望寄托在别人身上吗？自下而上的改革往往都属于违法乱纪，你敢违法乱纪吗？

并不是实施了改革，股市就能涨。现在很多股票的定价本身就是既得利益格局的体现。要是改革真成功了，那估值也就惨不忍睹了！

新世界很美好，但得先摧毁一个旧世界，你确定自己不在旧世界里面？但我仍然持乐观态度。

在没有改革的口号时，实际的改革也在天天进行，真正的动力是技术进步带来的效率提升，是普通民众改善生活的内在需求，如春笋拔节，个体的微弱变化缓慢积累成群体的强大质变。

所以，未来是好的，但可能和改革没有那么密切的关系。

@ 泰和鑫逸：改革就是财富重新分配的过程，和股市没什么区别。

@ 雁翼：利率市场化改革，银行股利空；加强环保和股票注册，整体市场利空；完善房地产税法，地产利空；放开价格管制和市场准入制度，众多国企利空。明天的确美好，可理由不应该是一个决定。

@ 海阳之星：考验资本市场改革是否成功，要看结果，就是投资者能否分享资本市场的红利、上市公司能否融到所需的资金，是双赢乃至多赢！

@ 炒股即修行：具备社会普遍性的技术是互联网，而且互联网的商业逻辑会对几乎所有行业发起一轮轮的冲击。未来是多元的。

@ 不明真相的群众：既然大家这么热爱从立场揣测动机，从动机推导观点，我就说下我的立场和动机好了。从我做的小生意而言，我是最希望来一轮大牛市或者说“改革”牛市的；从个人一向的价值观而言，我当然是“改革派”，只是我比你悲观得多。

◆ 怎样应对通缩?

对于普通投资者而言，保持实物资产（比如房产）和金融资产（比如股票、债券、现金）的适当配置就可以。

◆ 货币供应与价格的关系

@ Au-Yeung：无论股市还是房市，跟信贷周期和M2（广义货币）有关，2002～2005年，由于美元贬值，大宗商品暴涨，中国经济搭了顺风车，相关部门为了抑制经济过热采取措施收缩信贷，股市跌得惨不忍睹，但房价好像并没有跌，这是为何？2008～2017年，大宗商品和原油暴跌，中国经济一直靠房地产和基础设施投资建设拉动，现在貌似经济还是没起来，信贷和M2照理说不会收紧，股市和房市也不会跌啊，就算政府精准定位，对房地产单独收紧信贷，其余的M2还是会变着法子流入房地产市场，所以想问方丈，中国后面的M2和信贷周期会收紧还是会维持现状，同时股市和房地产市场的趋势会如何？

@ 不明真相的群众：不是货币供应推动了资产价格上涨，而是资产（房子）价格上涨激发了人们的购买欲，驱使人们贷款买资产（房子），增加了货币供应。所以以货币供应预测资产价格，属于典型的刻舟求剑。

◆ 贫富的错觉

贫穷与富裕，本来是通过比较得出的感性体验。

比较可能有两个维度，一个维度是在同一个时间点上与他人的比较，这个比较的结果一定是悲剧的，俗话说“人比人，气死人”，任何一个时代，财富的分配都是呈金字塔状的，所谓均贫富只能是推倒金字塔重建，而不可能把金字塔塑成正方形。

还有一个维度是同一个人在不同时间点的比较，这个比较的结果有可能比较喜人，比如说在生产效率提升、经济增长的过程中，可能整个社会中大多数人都觉得自己的生活水平较过去提升了，引发了“共同富裕”的错觉。

反过来，当一个社会大部分人在抨击贫富不均的时候，真正的原因可能是经济发展速度下降、收入增长停滞了。

这也可以解释为什么现在北上广的白领觉得贫富不均，农民却幸福指数普遍较高，这并不是说农村的贫富差距小过城市，而是近几年体力劳动者的工资提升速度远超白领。

◆ 金融风险在哪里

@ Michael6868：防范金融风险已被提到了新的高度，我国到底有哪些金融风险？

@ 不明真相的群众：中国现阶段金融风险主要不在股票这个资产品类上，而在涉及人数更多、投资者波动承受能力更差的资产品类上，比如债券、固定收益产品、房产。

市场语录

（1）大部分“价值投资者”，其实是热门股投机者。

（2）控制回撤的办法：

1）大类资产配置和再平衡；2）尽量持有业绩周期性弱的公司；3）逆周期买入周期股；4）利用伪“黑天鹅”事件买入。

（3）盈亏同源，某年涨得特别好的基金，有很大一部分盈利可能是泡沫，这部分容易还回去，所以找到原因很重要。

（4）价值投资和市盈率关系不大。市盈率100倍买股票的，很多是真正的价值投资者；市盈率10倍买股票的，也有很多不是价值投资者。

（5）投资，就是投预期。

（6）股灾这东西，一年来那么一两次是很有必要的。

（7)资本市场最大的自由是什么？就是你可以买，也可以不买，无论是IPO时的认购，还是私有化时的投票，都没有任何人能强迫你做选择，所以这个权利你一定要好好珍惜，相应地，你也要完全承担自己选择的后果。

（8）如果买了公司股票以后发现管理层不靠谱儿怎么办？唯一的答案是："买错了。"质疑管理层的人品没有任何意义。

（9）你需要对你的投资标的足够了解，并且在心中建立估值，那么市场涨跌都和你无关。如果让市场涨跌牵着你的鼻子走，那么投资或者炒股对你来说就是苦差事，而且最后肯定赚不到钱。那么你何苦自找麻烦呢?

（10）基于估值投资的人反而能成功"逃顶"和"抄底"，因为顶部一定是股票太贵了，底部一定是股票太便宜了。一天到晚想着逃顶和抄底的人经常逃在山坡上、抄在山腰上。

（11）对内地投资者来说，最容易挖掘的富矿还是在中国香港上市的内地消费类企业，公司资质优良，估值比A股低很多。

（12）"泡沫都不是被刺破的，都是泡沫太大了自己撑破的。"人性从来就没有变过，所以太阳底下无新事。

（13）IPO也好，定向增发也好，如果你看不上、嫌贵，就不买，发得出去，说明别人要买，那是别人的自由。限制IPO，限制

定向增发，本质上就是想限制别人投资的自由，让别人只能用自己手里的钱买你手里被高估的货。这种思想是有失公允的。

（14）市场公平，规则对任何人（不管钱多钱少）都一样，这才是良性发展的市场。

（15）其他不好说，移动端的付费率一定远高于PC端，这是移动互联网给我的深刻教训。

（16）保健品基本没用，但用户对保健品的需求是真实的，所以保健品是好生意。

（17）你以为你是在跟“空头”、“喷子”、“股黑”战斗，实际上你在跟自己的愚蠢、贪婪、恐惧战斗。

（18）在我看来，尽量集中和永远满仓是更加保守的策略，但估计别人都会认为我是一名激进的“疯子”。

（19）贵了想卖掉，本质上还是想赚市场的钱，属于某一种自不量力的贪婪。

（20）高毛利率的产品，只能是满足精神需求的产品，或者说功能无法被证实、证伪、量化的产品。

◆ 通货膨胀和资产泡沫

@ 没空盯盘的小散户：能不能具体说说，现阶段我们是否应该更关注资产泡沫，而不用担心通货膨胀?

@ 不明真相的群众：现代信用货币制度可以自动调节货币的供应量，比较好地解决通货膨胀的问题，但无法解决资产价格的波动问题。至少在近些年，大家谈论通货膨胀问题的时候，其实谈论的是资产价格波动，通货膨胀根本就没有发生。

@ xiaogoubaba：方丈对未来投资有什么看法?

@ 不明真相的群众：没有什么特别的看法，对投资者来说，我们能做的只有两件事：寻找能持续增长的优秀公司；如果找不到，就寻找被严重低估的公司。欧债危机导致的恐慌下跌以及恐慌后的恢复应该是共性的，这就不是个股的问题了。比如欧债危机应该是金融海啸后一次较大的买入机会。

@ 邢台草帽：为什么要逆向呢？大众有时对，有时错。逆向就是以大众为参照物，还以外部的意见为准，没有自己的主见，和盲从心理本质上没有区别啊。

@ 不明真相的群众：投资就是相信自己、坚持自己的过程，就像小时候做数学题，如果认为自己的解题步骤是正确的，就不会管别人怎么说。

如果在投资上不自信，总是跟着别人改来改去，不论是多数人还是少数人，那自己就不会有纠错机会，无法形成正确的投资体系。

@阿尔法-爬：您认为股票涨跌的本质是趋势吗?

@ 不明真相的群众：问题就出在这儿，大部分人买资产都是因为趋势，但资产价格的趋势总是会中止、逆转，这也是大部分投资终将失败的原因。

@ 半蒙半赌：方丈，如何减少看盘时间，减轻市场情绪对自己的影响?

@ 不明真相的群众：你心中对企业有估值，对市场情绪就能"脱敏"。

◆ 盈亏同源

@ 兰里农夫：总看到有人讲“盈亏同源”，我一直不能很好地理解，请方丈帮忙解惑。

@ 不明真相的群众：比如，一个股债平衡配置的组合，牛市的时候涨得多，这个涨幅主要是股票仓位带来的，那么在接下来的熊市中，整个组合的净值可能会跌得较多，这个跌幅也是股票仓位带来的。一个加杠杆的策略，在市场走势符合策略预设方向的时候，会比大盘涨得更多；在市场走势不符合策略预设方向的时候，会比大盘跌得更多。

一个人靠赌博赚了一大笔钱，他可能也会因为赌博输掉一大笔钱。一个人迅速到达目的地，是因为他开车开得快；那么他出车祸，也可能是因为他开车开得快。

@ 阿汤：对做空和打假怎么看?

@ 不明真相的群众：

我对做空和打假的看法：成熟的资本市场上，做空和做多完全是平等、对等的关系，做空没有任何不义；打假无论对错，打假者都是后果的承担者。如果他打对了，那么我们感谢他帮我们排除了“地雷”；如果他打错了，那么我们同情他的智商和遭遇，同时感谢他送钱给我们。所以还是感谢他。

@ 胡若得：为什么认同房价被高估还不断买入，而同样认同A股被高估却不断寻求减持?

@ 不明真相的群众：大部分购买行为跟估值没有关系，只跟趋势有关系。房子是越涨买的人越多，股票也是越涨买的人越多。

@ franklee8520：看到很多炒短线炒趋势的人，他们真的能成功吗?

@不明真相的群众：如果那个炒短线、炒趋势的人是别人，那么你不用操心这个问题，因为他是否赚钱和你没有关系；如果那个人是你，那么是否赚钱只有你自己知道。

想完全避免短期下跌的风险，逻辑的背后就是想赚到市场上所有的利润。前者很多人想努力做到（比如止损），后者其实大部分人都知道是完全不可能的。为什么对一个硬币的两面，大家的看法是不一样的呢?

@Runner42195： 涨停跌停限制和融资融券搭配实施构成了目前A股市场的制度性缺陷，它的风险表现为：连续涨停时，融券买不到股票将会爆仓；连续跌停时，融资卖不出股票也将爆仓。情况严重时，券商也跑不掉，平仓的机会都没有。

@钓鱼蜜： 2007年4月上证指数3 100点，2017年4月还是3 100点，唉，这股市。

@不明真相的群众：你更愿意在2007年买这个点位，还是在2017年买这个点位呢?

大部分指数未来10年都会赚钱，而且有可能赚得超乎想象。10年前买不赚钱，不意味着现在买不赚钱。慢牛很好，不涨更好，可以把红利用于再投资。

---

1. 大V指网络上身份获认证的意见领袖。——编者注
2. BAT是中国互联网公司百度、阿里巴巴和腾讯的首字母缩写。——编者注
3. 庄股指股价涨跌或成交量被庄家有意控制的股票。——编者注
4. 年活指一年中有交易的证券账户。——编者注
5. 两者均为雪球旗下蛋卷基金推出的基金策略组合。——编者注
6. 写于2012年值A股跌破2 000点之际。

7. 中概股指中国概念股，即外资看好中国经济成长而对所有海外上市的中国股票的称呼。——编者注

8. 本文写于2015年6月底。

9. 本文写于2011年1月4日。

第二章
认识公司

研究公司的方法论很简单:

1.所处行业是否可持续增长或者不可撼动。

2.商业模式是否有优势和持续性。

3.公司治理结构和创始人人格是否有优势。



互联网投资方法论

◆关于互联网公司投资的一些看法

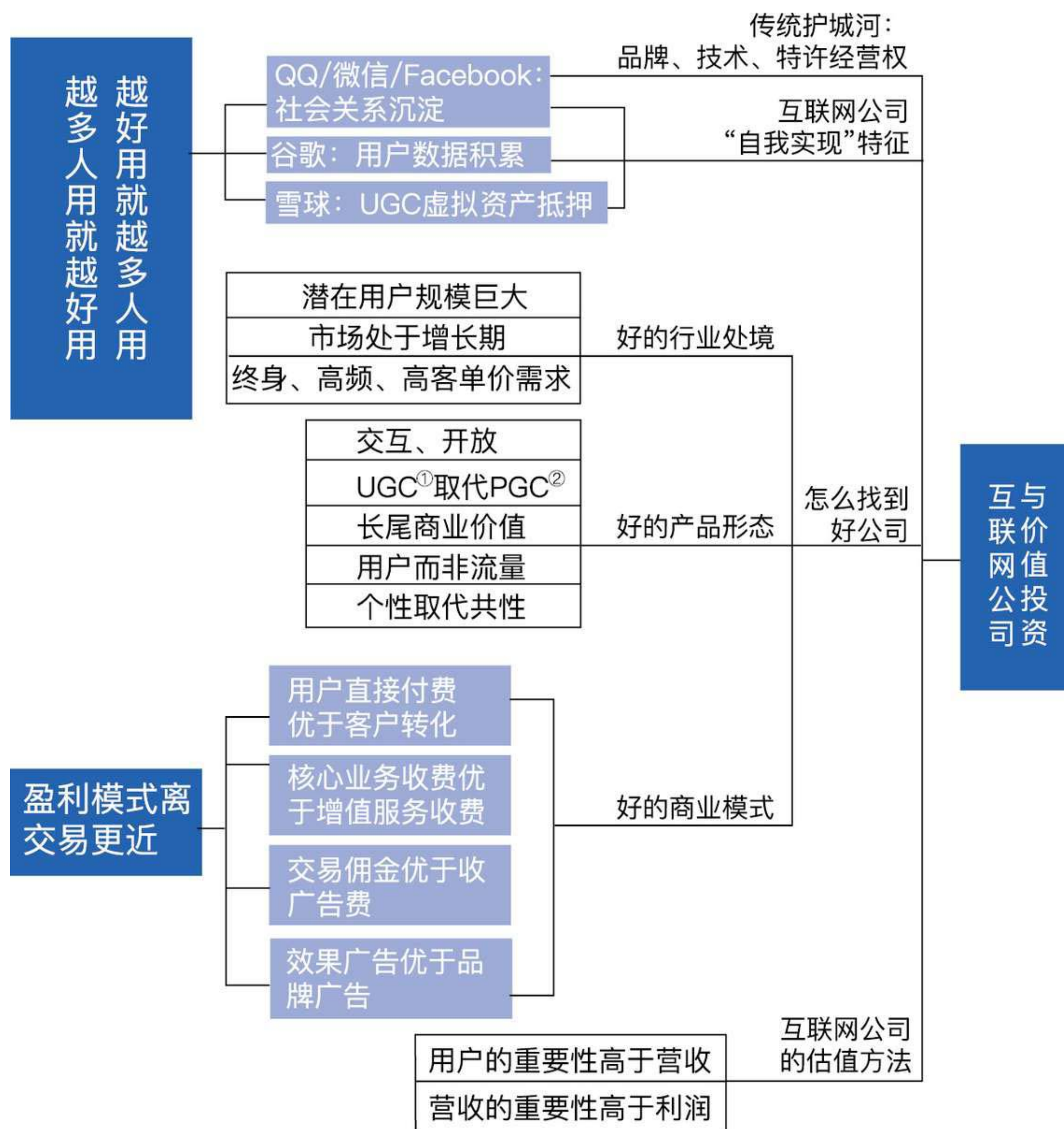


图2-1 互联网投资思维导图

①UGC指用户原创内容。——编者注

②PGC指专业生产内容。——编者注

□ 一、互联网公司的“自我实现”特征

很多人认为投资互联网行业和价值投资的理念是相悖的，但实际上投资互联网行业的逻辑和价值投资的逻辑深层契合。

在传统产业中，以巴菲特最爱的可口可乐公司为例，可口可乐可以凭借其品牌、规模等建立竞争优势和“护城河”，但仍无法对百事可乐形成压倒性的优势。作为消费者，我们不会因为其他人都喝可口可乐，而影响我们对百事可乐的口感的评价，但是在大部分自由市场中，Google、Facebook（脸谱网）对其竞争对手可以形成毁灭性的竞争优势，占据90%以上的市场份额，垄断程度远超很多传统产业，为什么?

因为互联网公司除了具备传统产业领先企业的品牌、技术等优势，还具备一个可以称作“自我实现”的优势，也就是说，越多人用越好用，越好用就越多人用，这使得竞争优势不断扩大。这一点是可口可乐都做不到的。为什么会产生“越多人用越好用”的特点?

（1）一些互联网产品有社会关系沉淀的特点，比如腾讯QQ、微信、Facebook在沉淀旧有的社会关系的同时，还会发展新的社会关系，使社会关系越来越稳固，这是非常强大的锁定用户的功能。

（2）一些互联网产品会形成大量的用户数据积累，比如搜索引擎，收录的网页越多，搜索的效果越好，并形成循环的正向激励。

（3）一些互联网产品有大量的UGC，本质上这是用户在网站上抵押了“虚拟资产”，用户抵押的“虚拟资产”越多，就越离不开这个平台。

如果具备上述特征，那么这种互联网产品就有“自我实现，自我强化”的特点，进而有潜力形成长久的竞争优势，最后体现在定价权上（高毛利率）。如果能找到这样的产品，可能无法像传统产业一样具体估值，但从根本上讲，是不是契合价值投资的理念呢?

□ 二、三个角度理解互联网公司：行业、产品形态和盈利模式

具体而言，什么样的互联网公司具备“自我实现”的特征，从而获得竞争优势呢？可以从三个角度考察和理解：这家公司是否拥有好的行业环境？是否有好的产品形态？是否有好的商业模式？

（1）行业的选择可能是三个角度里面最重要的一个。互联网产业里“好的行业”一般具有以下特征：

1）潜在用户的规模巨大。

2）普适市场总体比细分市场要好，当然，普适市场现在一般都有不可撼动的巨头。

3）市场处于增长期。

4）市场有终身、高频、高客单价需求。从这个角度来看，交友的商业模式（终身）比结婚相关的行业要“好”（如世纪佳缘网），商务游比休闲旅游的市场要“好”（高频）。如果是非终身、低频的行业，那么需要高客单价（如搜房网、汽车之家），同时具备这三点是很难的，如果具备两点一般就是有潜力的行业了。

反例是网上售书，这是典型的低频（比大家想象的要低很多）、低客单价（而且价格是相对透明的——缺乏定价权）的行业。当然，图书作为第一代电子商务的交易标的，因为是高标准化产品，在电商发展的初期，是一个消费者容易信任和选择的切入点，但上述低频、低客单价的问题一直存在。亚马逊后来的变化也和发现这个问题有关，所以首先切入了电子出版，甩掉了出版商环节，获得部分定价权，提高毛利率，但规模还是太小，所以就开始进入百货、云计算等领域。

（2）从产品形态的角度讲，有交互和开放性的产品形态总体上更好，以用户而非流量来衡量的产品形态更好，以UGC取代以竞价排名

为特征的产品更好，以个性取代共性的产品形态更好，有长尾商业价值的产品形态更好。

1）交互和开放性更容易实现上述的“自我实现”功能。

2）用户一般不但点击了内容，还生成了内容，甚至把“虚拟的家”安在了网站上，它带来的价值要远大于传统的流量。

3）UGC不光是在数量上，甚至在质量上也实现了深刻突破。

例如，新华社（生产内容）每天制作的新闻约1 000条，新浪网每天转载5万～10万条新闻，而新浪微博每天产生的信息数是千万量级的。数量上的优势比较容易理解，质量上的优势可能很多人未必认同。以新闻报道为例，用户多维度贡献的信息，特别是当事人都站出来贡献信息的时候，其质量和对事实还原的程度往往优于优秀的记者。可以说，新浪微博的价值远高于新浪网，汽车之家的价值远高于一家在线汽车媒体。

4）用户接收的信息是可定制的，可以更好地满足用户的需求。

在广告活动中，定位的精准可获得数量级的提升。根据雪球的经验，按照用户的个性化设置来推送广告，可以将点击率提高10倍。

5）长尾商业价值最典型的是百度和Google。

（3）关于商业模式，总而言之，离交易越近越容易赚钱，赚销售预算的钱优于赚市场预算的钱。

从用户或者流量的角度衡量，阿里巴巴并不是中国最大的平台，但是阿里巴巴离交易是最近的，能赚到最多的钱；微博的产品形态很好，但离交易太远。

赚销售预算的钱远远优于赚市场预算的钱，因为市场预算在公司里是最容易被砍掉的，但销售预算在越困难的时候越不能被砍掉。形象地说，新浪网页展示广告的预算是可以被砍掉的，百度上的广告是不能砍掉的，天猫店的广告就更不能砍掉了。

那么在同一种形态下，何种盈利模式更优?

1）用户直接付费优于客户转化。例如，直接向游戏用户收费不需要客户转化，是“效率最高”的。一个1万人在线的游戏就可以支撑一个好的游戏团队，一个10万人在线的游戏甚至可以支撑一家上市公司。

2）核心业务收费优于增值服务收费。提供什么类型的服务就在什么方面收费。奇虎360主要提供安全产品却不能从安全产品中收费，而在增值服务上收费，这样转化链条就稍长。

3）收交易佣金优于收广告费。

4）效果广告优于品牌广告，相当于拿Google和百度的广告与展示广告相比。

❑三、估值

（1）对于互联网公司来说，用户的重要性高于营业收入，营业收入的重要性高于利润。

（2）因为互联网公司用传统方式估值很难，可以以预估总体市场的价格高低作为切入点，比如在互联网行业的低潮期买入，在行业的狂欢期卖出。

（3）看好某一个细分领域，比如电商，又看不清楚最终的竞争格局，可采取组合买入和再平衡的方法。

❑ 四、具体公司具体讨论

百度：在2012年时比较看好百度，基于上述的理由（如自我强化和长尾效应等）。

腾讯：在2012年认为腾讯的商业模式有问题，一是因为带来最大营收的游戏和腾讯QQ的绑定还没那么强，这个问题现在依然存在;二是移动互联网的冲击，但这个问题现在不存在了，因为腾讯通过微信“逆天”地抓住了移动互联网的机会。

奇虎360：商业模式存在问题，收入的转化链条长，从浏览器到导航网站再到搜索这个转化链条的衰减率比较高。

微博：目前讨论的话题主要是大事和热点，离商业价值有点儿远（核心业务收费优于增值服务收费），另外有用户数量增长放缓的担忧。

大众点评：错过了好时机，曾经有非常好的条件做好团购业务，却被当时的美团占了先机。大众点评从点评入手，美团直接从交易入手再接入交易的环节，美团的执行能力很强。团购只是一种形式，本质是帮餐饮企业实现电商化，当交流和交易融合的时候，社区的价值就会爆发。

搜房网：核心问题是未来房地产的成交量，搜房网在新房交易领域的优势比在二手房交易领域的优势强，对搜房网构成威胁的可能不是乐居这类模式，而是新出现的能够对交易接入更深的模式。

唯品会：服装库存问题是永远存在的，作为高毛利、低成本又有很强时令属性的服装，必然存在库存问题；同时，中国存在非常大的贫富差距、地区差异，导致市场非常庞大。唯品会最初规划的商业模式决定了它的命运。大部分人对电商的理解是把线下的东西搬到线上

来卖，但是线上售卖的门槛更低，导致竞争更激烈，大家赚不到钱。唯品会的思路与众不同，利用时尚差异、地区差异解决了三四线城市年轻女性的需求，同时解决了服装商的供货问题。唯品会对奥特莱斯的模式有深刻的理解。

◆ 互联网公司的最佳投资时机

PV（页面浏览量）这个指标将被“在线时长”取代。

UV（网站独立访客）这个指标将被“登录用户数”取代，“注册用户数”将被“日活跃用户数”取代。

看不清移动互联网盈利模式的将被视为鼠目寸光。移动互联网有传统互联网梦寐以求的东西：用户登录、位置精确、消息推送功能，怎么会赚不到钱?

社交网络的盈利模式需要探索，但绝不会比传统的1.0资讯网站差。

盈利模式方面只看到广告，甚至只看到展示广告的，也将被视作短视。

盈利模式沿着展示广告→点击效果广告→成交效果广告→交易链接→电子商务的轨迹演变，每一次演变都会带来流量货币化效率的巨大提升。

对互联网公司来说，有海量用户，还看不到清晰的盈利模式，是最好的投资时机。

这也解释了我大部分的持仓理由。

@ 坚信价值：按这个逻辑，方丈以前还投资全球第二大社交网站MySpace（聚友网），把裤子都输掉了。

@ 不明真相的群众：我写出这个的时候，就知道有一杆叫MySpace的枪指着我。

@TOPCP：我认为流量差异化很关键，当然也可以说成黏度。PV和UV对网页来说应该还是第一位的吧，对客户端主要看注册和时长，二者应长期共存。另外就流量变现来说，我认同电商将超过网游，成为第一变现方式。

@ 李妍：在现有的模式下，要把用户覆盖、市场、点击量三者结合起来评估视频网站。

@边际效应：还有些"土枪"：前程无忧人才网、开心网、人人网。估计方丈文中说的是新浪，这点我赞同。

@ 不明真相的群众：当我们缅怀这些"先烈"的时候，可以分析一下，这些互联网公司是因为赚不到钱死的，还是因为留不住用户死的。

@内心强大：互联网的硬伤是缺乏核心竞争力，或者说是难持久，用户忠诚度差。互联网以前做得好的是百度，现在值得投资的一个是腾讯，另一个是奇虎360，等待时机低位吸进吧。

@老何投资："对互联网公司来说，有海量用户，还看不到清晰的盈利模式，是最好的投资时机。"我不是很认同方丈这个说法！投资讲究确定性，海量用户加上清晰的盈利模式，这才是最好的投资时机。

如果是风投人士，押一组方丈所说的"有海量用户，还看不到清晰的盈利模式"有戏。个人以为，有海量的用户，更得有维持海量用户的

能力，而要有这个维持力，得有人有粮，还得有强大的信仰，差异化并不是一件轻易就能办到的事。

@ 不明真相的群众：对，我这个思路更适合风投。

@老何投资：盈利模式虽说没有一个清晰的定量，但会有一个模糊的方向。好比捏泥人，慢慢捏，捏成形。

@ 郭荆璞：我比较支持方丈的说法，倒不像你们那么关心公司和产品的未来，我只是觉得，当公司有了海量用户和清晰的盈利模式，很有可能其估值已经非常高了。

@少易：十几年了，互联网始终就是靠广告，变化的只是投送方式，还看不出其他创新。当然，广告这块已经足够大，以后电视广告也会渐渐往网上和手机上转移。

@ 无声V有声：其实无论是PV还是UV，归根到底都是流量，日活跃用户可以理解为老用户。不管是互联网还是移动互联网，最终的目的无非是卖产品或者服务。有了PV和UV以后还需要有转化率，转化了以后有多少客户愿意为此产品或服务长期付费，这就又涉及了流失率。

@大海深处的熊：其实，巨大的用户数量从来都不是负债，问题是，用户数可能在减少。可替代的新技术、新应用、新产品才是最让人焦虑的。

@博实：有些软件由于用户量不够大、过于零散且用于精准匹配广告的基础数据不足，造成最终广告化困难。一方面客户不愿意浪费太多精力在一个小平台，另一方面如果匹配不够精准，广告议价能力会大打折扣。

@ 不明真相的群众：现在回头看，还是低估移动互联网了，任何商业模式，从电脑搬到手机上，商业价值都有一个大爆发。这其实不光是一个在线时间的问题，还有几点：（1）手机屏幕小，注意力更加集中；（2）手机里有个性化信息，可以定位，可以推送，更易准确命中和唤醒用户；（3）手机支付更方便！

◆ 致命的顺序

对互联网公司来说，需求→产品→用户→盈利，这个顺序不能颠倒。

不能离开用户需求去做产品设计，不能在产品没优势的情况下做拓展用户的推广，不能在用户数量有限的情况下考虑盈利模式。

很多公司或产品之所以失败，就是因为颠倒了这个顺序。

盈利模式不清晰从来就不是问题。如果前三者都很好，而盈利模式不清晰，那么这可能就是下一件要做的大事。盈利模式不清晰，那么这片土地就是你的独家领地，当盈利模式清晰的时候，你已经通过用户积累修筑了“护城河”。

@ 许志宏：奇虎360是需求→产品→用户→新产品→新用户→更新产品→更新用户→最新产品→最新用户→盈利。

@守株待兔：方丈说得不错。我一直认为，如果以用户数估算奇虎360的价值，应该按浏览器的用户数算，而不是安全卫士的用户数。就算按浏览器的用户数估算，不是一样潜力巨大吗?

@老何投资：这个顺序有问题，而且不能割裂开独立讨论。

（1）公司不同的发展阶段，侧重点不一样。（先得存活下来，然后才谈得上发展。）

（2）有一条任何时候都不能忘：客户的满意度。

（3）产品设计不能闭门造车，客户导向很重要。

（4）营销和推广是手段，但前提是有一个好产品。

很多企业在经营中所出现的短视行为（利字当头，急功近利），在互联网公司表现得更为明显。

如果真要搞个顺序，我个人认为是“需求+产品+用户”→盈利。

这是一个良性循环链，好的产品满足了用户需求（不一定是客户被动接受，也可以像苹果那样主动引导），带来了盈利，企业有了盈利，又能继续开发和完善满足用户新需求的好产品。把事情做对了，利润自然就有了。把事情做对是因，利润是果，方丈所说的意思就是，不要颠倒了因果关系。回过头来看腾讯，当年的盈利模式也不清楚，但腾讯QQ满足了广大网民即时聊天的需求，黏性也越来越强。有了足够庞大的客户群，切蛋糕，什么时候切，该切多大，这都是水道渠成的事。

奇虎360也是如此，我想雪球也不例外。互联网初创公司的资金充裕程度是一个问题，没有一定的资金支撑，就会对不断完善产品和服务形成阻碍。但是对于已经有一定的资金甚至利润的公司，如果一味求利，杀鸡取卵，往往会偏离自己的价值观，最终被客户抛弃。客户的满意度和品牌的美誉度需要多年辛苦、枯燥的点滴积累，但要破坏它，在短期内能以多种方式实现。

◆ 关于互联网竞争格局

中国互联网行业的格局大概是这样：百度做搜索、腾讯做IM（即时通信）、阿里巴巴做电子商务，在各自的领域都是独大。

三家都想过进入对方的领域，但如果想搞全面同质化竞争，都是一败涂地。

百度做电子商务和IM，已经是笑话；腾讯做电子商务和搜索，还在摸索中；只有阿里巴巴做IM和搜索有所成就，它的做法高明一些，它没有做一个广普的IM或者搜索。它做适用于电商、主要在淘宝站内应用的IM（旺旺）和搜索（一淘）。至少前者已经有所成就。社交网络内的搜索当然很有价值，但它和百度搜索的差异性太大，不一定有替代性。淘宝用户对旺旺形成使用习惯的话，对腾讯QQ有没有影响？没有影响。用户用腾讯QQ，也用旺旺，使用诉求和场景是不一样的。总的来说，互联网就是垄断的。同质化竞争没有未来，不管你有多强大。

@weald：江山易改，本性难移，最难撼动的是习惯。

@很不错嘛：互联网的确是垄断的。互联网领域打破垄断的道路往往是直接绕过你的堡垒，另起炉灶。因此，垄断不一定就是安全的。

◆ 流量≠用户

很多人把流量等同于用户，这是个误区。

所谓流量，就是过路用户，不注册、不登录、不交互，看完就走，没有忠诚度。

所谓用户，就是注册、登录、交互，在网站上驻扎下来，忠诚度很高。

那么我们可以看看，哪些网站是有流量没用户的：传统的1.0网站，大部分访问者都是不注册、不登录的，所以他们都是流量而不是

用户。现在有三个热门的产品，也是流量很大、用户很少的，那就是团购、视频网站和奇虎360。

哪些产品是用户很多的？IM、SNS（社交网络服务）。

对于一个路过的人，你很难从他那里赚到很多钱，除非他每天必须路过你这里，比如搜索引擎。

但对于驻扎在你的网站上的用户，你就可能从中赚到很多钱。

所以，用户的估值比流量高很多。再举一个例子，新浪以前估值低，其实就是因为只能卖流量（广告）；现在通过微博把流量变成了用户，投资者对公司的估值就高了很多。

作为投资者，投资互联网公司时，一定要搞清楚你投资的公司拥有的是用户还是流量，尤其不要中了别人故意把流量和用户混淆的奸计。

@王吉陆：腾讯紧张奇虎360，就是因为可以把它的用户拷贝走。这样理解，对吧？

@WarrenBuffett：总结后就是：广告业务估值=流量×黏性。同是客户端，腾讯QQ敢弹广告，奇虎360不敢，就是黏性存在差别。

◆ 更关注价值而非用户体验

@ 刘志超：假设一项已经形成垄断效应，具备某类基础互联网价值的产品，产品体验开始变差，用户抱怨明显增多。在投资中，应该更看重已经形成的垄断“护城河”，还是更多地关注产品体验、用户口碑？产品体验在互联网产品的价值评估中你会给多少权重？

@ 不明真相的群众：更关注产品提供的价值是不是无法取代的，而非相对感性的用户体验。

◆ 某互联网人士的用户黏性四层论

第一层是门户网站这样的1.0形态；第二层是搜索引擎、浏览器这样的工具；第三层是能形成UGC、虚拟社会关系的，比如论坛社区；第四层是与人的真实生活重合的，比如腾讯QQ、Facebook。其他我基本同意，浏览器与搜索引擎并列，大家的看法如何？

@linan：按他的分类，浏览器和搜索引擎并列为工具类，我认同。从工具属性来说，强需求的工具，大众用户都有很强的线路依赖，如能基本满足，就不会有强大的更换动力。而同类工具、不同品牌产品都有典型的优势与劣势，其用户一旦养成习惯，忠诚度也很高。除非新的替代品出现极强的优势，但这从竞争角度来说极难。这么比较，我认为搜索和浏览器差不多是一类。

从这个角度来说，一般用户都很少更换搜索引擎和浏览器，除非产品被颠覆了。工具类产品，A用户向B用户介绍Google和Chrome与百度或者IE相比优势有多么大，无论怎么介绍，B用户可能都不会更换。但如果B用户买了一台iOS操作系统的设备，内置的浏览器不是IE，默认搜索不是百度，B用户可能也不会觉得难用，甚至察觉不到差异。这可能就是工具类产品最悲剧的地方。

@linan：对用户而言，第一层完全单向获取，第二层有习惯，第三层有自我贡献，第四层用户有感情付出和个人资产托管。是不是黏度更强？也就是说，这个产品是不是一个让用户产生感情和占有欲的对象？我觉得这个在有生之年能看到。

@ 耐力投资：行业论坛、技术论坛、投资论坛等垂直社区的用户黏性应该是比较强的。前提是内容的组织管理和引导工作要做好。

@一只特立独行的猪：搜索引擎的黏性应该远远大于浏览器吧。搜索引擎和用户数量之间形成反身性，用户越多，搜索越多；搜

索越多，用户越多……目前，Google（谷歌）、百度两家独大，微软的Bing（必应）以及其他不值一提。而浏览器我感觉可以随便换，现在也是平分天下、群雄争霸的时期吧。

@魔鬼炒手：浏览器是工具，而且是当下的工具。搜索虽然也是工具，但体现的是经年累月的累积。开发浏览器的公司可以有100家，年年都可能有新公司推出新浏览器，但搜索不行，而且对用户而言，从A浏览器转到B浏览器毫无成本。

好生意与好商业模式

◆ 永不餍足的需求

发展经济的目的是满足人民群众日益增长的物质和文化需求。为了满足人民群众日益增长的物质需求，中国企业造彩电、造冰箱、造空调，造自行车、造摩托车、造汽车，盖公寓、盖别墅。

但这时候突然发现问题了。什么问题？彩电、冰箱、空调太不容易坏，汽车已经没地方停了，房屋空置率居高不下。原来，不是产能过剩，而是需求有限。人民群众陷入了需求满足后的空虚之中，企业家陷入了增长失速的焦虑之中：下一个增长点在哪里？是文化需求。

也许这个词听着有点儿虚，那我改叫精神需求吧，正好跟物质需求对应起来。精神需求很有意思，它的运作规律跟物质需求正好是相反的：人的物质需求是有限的，精神需求却是无限的。

人的物质支付能力理论上可以无限扩张，但精神支付能力却是无法扩张的。你想想，让巴菲特付给你100万美元，对他来说实在是小菜

一碟，但你让他陪你聊24小时，怎么可能？他陪聊两小时收300万美元呢。

人在物质需求方面的支出都是斤斤计较的，但精神需求方面的支出却不计价。给陈圆圆买一栋别墅，吴三桂肯定要讲价的；等到冲冠一怒为红颜的时候，就根本不讲价了，因为有精神需求啊。所以结论很简单，如果谁能满足人民群众永不满足的精神需求，谁就能赚大钱。

其实，过去也有这样的产业，是满足精神需求的，比如电影、电视、书籍、报刊，即文化娱乐产业。

这个模式有一个特征：在满足精神需求的产品与用户之间隔着一个叫作媒体或者机构的东西。这个机构存在的理由是：它知道把控产品的质量，它知道用户的需求。

但它真的知道吗？

后来出现了一个叫互联网的东西，做了一个胆大包天的尝试，就是把中间环节砍掉，直接让生产者面对用户。比如，新闻让当事人发布，不需要记者做中介；文章让作者直接发布，不需要媒体做中介；唱歌的人直接向观众收钱，不需要制作人做中介。

这一试反倒发现了一个惊人的事实：多少年来，中间隔着的那个机构，既把控不了产品品质，也把握不了用户需求！

谁做了这个胆大包天的尝试？Facebook、腾讯、微博，当然还有Twitter、陌陌……它们摧毁了一个旧世界，建立了一个新世界。所以理解为什么它们的股票价格极高了吧？

我闲来无事梳理了一下全世界市值最有可能达到万亿美元的公司，也有一个惊人的发现：一家传统制造业企业都没有！一家都没

有！

将来可以称为王者的公司一定是满足人民群众永不满足的精神需求的公司，而不是满足很容易满足的物质需求的公司。

表2-1 万亿美元投资组合持仓图

万亿美元（ZH1068865）投资组合（创建于2017年4月28日）

股票名称	成交价	持仓比例(%)
谷歌C(GOOG)	909.76美元	10
亚马逊(AMZN)	947.94美元	10
苹果(AAPL)	143.79美元	10
Facebook(FB)	149.74美元	10
伯克希尔·哈撒韦B(BRK.B)	166.17美元	10
阿里巴巴(BABA)	115.7美元	10
特斯拉(TSLA)	309.51美元	10
微软(MSFT)	68.82美元	10
强生(JNJ)	123.73美元	10
腾讯(00700)	245港元	10

@邢仰山：我有个疑问，未来的精神需求和物质需求很容易区分吗？比如AR（增强现实技术）和VR（虚拟现实技术），这满足的到底是精神需求还是物质需求？再如，茅台满足的到底是精神需求还是物质需求？

@不明真相的群众：非常确定，茅台满足的是精神需求。因为很明显，喝500毫升茅台和喝500毫升二锅头的生理反应是完全一样的，精神上的感受可能就不太一样了。

@般若波罗蜜：赢家通吃，没有中间商吃差价！

@玩纸牌的人：为什么在物质极丰富的美国，巴菲特没有投资文化产业？

@不明真相的群众：因为过去这个产业没有好的商业模式，新的模式他暂时还没有看懂。

@投资加码：有机食品、保健品、豪车、马拉松、潜水、游戏、直播，统统都是精神需求，还有很多很多。精神需求，有钱人有有钱人的玩法，没钱人有没钱人的玩法。精神需求也因人而异。

@明儿就出发：最牛的公司可以把物质的东西变成精神需求，比如喝茅台、开豪车、住豪宅、买钻石，能显摆的物质也是精神需求。

@林奇法则：不过有一个问题似乎还是无解的，一天只有24小时，这些抢占精神需求的公司也无法跨越这个基本规律，最后成了抢占大家时间的公司。

@ 6k两天：造就强大公司的条件是，颠覆了传统需求或者挖掘了新的需求。所谓的物质需求和精神需求是很难分开的……

@新韭菜：爱美、怕死、怕孤单，是引导消费升级的三大赚钱领域。腾讯和Facebook就是解决了怕孤单的问题。

@傻鸡咩咩叫：感觉方丈的意思是，“体验”最重要，抓住体验，时间、金钱、人才会聚拢，然后体验会被进一步强化，然后雄霸。

@DNA投资者：方丈，关于创新与守旧，我有些观点想说说：有一类好公司，它的发展由不断创新推动，很多时候管理层也看不清公司的未来，但新的市场一旦开发成功，前景非常广阔。

还有一类好公司，它的发展由不断守旧推动，公司要做的事情就是不断巩固品牌地位，但市场发展空间相对于创新型公司小一些。

其实我一直有个疑问：我们真的能看清创新吗?

@ 曹大勇： 网易说过“网聚人的力量”，这是成本最小的发展客户模式。沃尔玛网聚的用户从1 000万到2 000万，成本提高一倍多，管理难度增加，而亚马逊和京东就少很多。Facebook从1 000万用户发展到2 000万，可能还来不及花钱增加服务器。这与精神需求或者物质需求的关系好像不大，攒钱网购最新款iPhone，算是物质需求还是精神需求呢？网聚人的效率高，但人们散去的速度更快，所以未来依然精彩。

@ 奥马哈之狼： 让有钱的人（或者想装有钱的人）消费得更自在（消费升级），让空虚的人活得更充实（自媒体，如微博、陌陌）。未来几年要沿着这两条线去炒股。

@OneOneS： 昨天写了一段话：“经常听到或看到互联网公司在谈人性，的确，大部分用户不知道自己想要什么。如果简单粗暴地区分，产品可分两种，一种是可以洞察人性的，另一种是迟早会被第一种替代的。”经济基础决定上层建筑，精神层面的追求与满足，和恩格尔系数密切相关。

@sertorius： 方丈，为何物质保障程度很高的北欧没有出现万亿市值的公司？

@ 不明真相的群众：小国家要出万亿市值公司太难了，基本上只有美国和中国有条件。

@world100： 这个话题有点儿意思。

方丈列举的强大的公司，按照传统观点，它们能获得超额利润，是因为它们走在了其他人的前面，获得了一个叫作超额利润的东西。但是按照传统的观点，它们应该马上面临许许多多进入者的挑战，直到超额利润变成平均利润，就如我们在传统行业看到的。

但是，这一幕并没有出现，自微软当年横空出世后，就有了新的规律，叫作赢家通吃。有了微软的系统和应用软件，全世界的人都理由去使用另一套不同的系统和应用软件。边际成本为零，规模效应，集聚效应，再加上虚拟世界距离的消失，让大家看到一个领域出来的先行者能把后来者死死摁住，所以在崛起的过程中，大家要么拼命烧钱博上位，要么合并为一家，成为最厉害的，因为只有这样才能达到赢家通吃的目的。

@皇冠上的钻石：有意思，精神文明制造工厂。原来也有这样的产业，比如电影、手游，可这两个行业的竞争太大，客户的需求变化太快，所以投资电影的大多数都亏钱（明星和导演拿大头，影城拿小头，投资商喝汤），手游用户黏性差，无论投资实体经济还是虚拟经济，关键还得分析这个行业的“护城河”——经营可持续性。并非精神方面的制造工厂就是了不起的事业。

@ 余晓光：任何产品或者服务，若消费者在使用的过程中产生了超乎产品本身性质或服务的“感受”，那么就可以定义为精神消费。

恼人的模式

我觉得可以把互联网公司的业务形态分成以下四类：

（1）用户需求清晰，盈利模式清晰。

（2）用户需求清晰，盈利模式不清晰。

（3）用户需求不清晰，盈利模式清晰。

（4）用户需求不清晰，盈利模式不清晰。

如果投资的话，应该避免哪类公司，重点关注哪类公司？

@疯投哥：先不必花精力关注第四类；关注第一类，等待“黑天鹅”，因为价格一般会比较高；第二类值得持续关注，因为有潜力；如果其盈利模式已经证明可以赚钱，应重点关注第三类，一旦用户需求明晰，则未来潜力更大。

@影子：第三类是估值杀手，比如当年的SP（服务提供商）。第一类是成熟企业，可以投，但是一般估值不低。第二类要看个人眼光，显然优酷、新浪微博都属于这种。第四类也不见得不能投。

@上海硕鼠：我只看盈利模式，现金是真的，别告诉我有多少用户。新浪微博原来就是“第二类”，所以后来真就“二”了。为探索盈利模式，忽视用户需求，所以后来变为第四类，再变下去真就“死”了。

@Stanley_SH：如果是互联网公司，要是处在第一类这种状态，要么已经是公允价值，要么就已经开始走下坡路。我认为，应该重点关注第二类，因为它们往往就处在业绩爆发的前夜，想想当年的腾讯吧。第四类要看具体情况了，类似于风险投资。互联网变化太快，投资不能求稳。

@ 于清教：都在变化，充满不确定性，投资的境界是发现价值、创造价值、提升价值，最后实现价值。

@huigoo：价值投资看未来现金流折现，我认为只有第一类才符合价值投资原则。第三类属于无源之水，我们内部项目有一堆是这样的，逻辑看似无懈可击，就是找不到用户。第二类和第四类难以预测现金流，本质上是风险投资。

@大洋一生：第一类公司的业务往往竞争最激烈，但规模大、壁垒高的公司（如百度、盛大游戏）当然是投资首选，确定性最高，适合价值投资者。

第二类公司竞争也很激烈，因为处于烧钱阶段，而且不知道要烧到什么时候。这是一将功成万骨枯的市场。这类公司适合偏好高风险、高回报的投资者投资。投资者应该选择用户黏性较强的（如新浪微博）或垄断细分市场的（如雪球）公司。

第三类公司不存在吧？连客户的需求都不清晰，产品根本没法定型，何谈固定的盈利模式？

第四类公司基本上应该没什么竞争，产品属于试水性质，适合天使、创投这类投资者，不适合价值投资者。如果非要参与，最好能找到一种充分分散的投资方式。

总之，第一类公司最适合价值投资者重点关注；第四类是拼人品的事情，建议价值投资者回避。

◆ 怎样判断好生意

@ 成长成长再成长：怎么判断一家公司的业务是不是好生意？值不值得投？

@ 不明真相的群众：（1）需求的规模足够大；（2）别人一般干不了；（3）员工离开公司也干不了。

投人与投公司

◆ 公司治理

@ 苛刻的基本面：什么样的公司治理结构才是好的治理结构？

@不明真相的群众：（1）创始人必须很厉害，有超越常人的眼光和执行力；（2）公司必须很厉害，即使创始人离开，也不会影响公司。

◆人的因素

@nerdyang：有投资人说投资就是投人，这在股市上是否适用？你是否仅因为认可其创始人而投某只股票？

@不明真相的群众：否定一个投资决策可以是因为人的因素，但不能因此而肯定一个投资决策。

◆管理的力度

@郑qq：对于一家初创的技术公司来说，什么样的制度最能挖掘员工的潜力？管理太松，容易造成员工越来越懈怠；管理太严，容易激起“技术牛”的反感。怎么平衡管理的力度？

@不明真相的群众：我觉得管理的价值被严重高估，其实根本没有那么复杂，比管理更重要的是：这是不是一件正确的事情，做的人是不是对的人？如果这两个都对，管理就很顺利了。

@需有孚：不搞神秘了，怎么忽悠人？管理者都是天生的，没天生的特质是做不了管理的。

@JZee：方丈说的是新兴高科技产业的情况，“赛道”和“精兵”几乎决定一切。而在很多成熟产业，精细管理，集团作战能力，成本管理上抠出1%～2%的空间还是很讲究的。

你投资了哪类企业家

我把企业家分成以下几类：

Gambler（投机商）

Trader（交易者）

Manager（管理者）

Investor（投资者）

Inventor（创新者）

来看看，你们投资的企业家属于哪类？

@ 仓佑嘉措-Leo：把手机价格从3 000多元降到1 999元的雷军应该算Inventor，他创造了手机毛利率低于10%的商业模式。凭良心讲，今天大家用上便宜、好用的手机，所有国产厂商都有功劳，我认为其中雷军的功劳最大。

小米手机出现之前，消费者可以选择的只有3 000～6 000元的HTC、三星，或者是当时并不好用的华为、中兴手机，2010年，手机市场上所有品牌的手机我几乎都买过一部，对当时的手机价格和用户体验还有印象。令我印象最深刻的是司机送我去参加“小米M1”手机发布会，他也顺带听了发布会，发布会一结束，他立马给好几个亲朋好友打电话：“你不是要买手机吗？再等等，等小米手机，可好了，才1 999元。”

@ 大水李：我把密切关注的企业家这样分类：

Gambler——贾跃亭

Trader——王健林、郭广昌

Manager——董明珠、方洪波、刘强东、郭文叁

Investor——扎克伯格、巴菲特、马化腾

Inventor——马云、马斯克

@ 不明真相的群众：曾有一个人跟我说，头寸是对思想最有力的表达。

@ 阿企：Inventor和Investor最赚钱，发明家、开创者和有眼光见识的人创造或推动创造了新价值；Trader和Manager次之，发现、复制或放大已有价值；Gambler最次，不以增加价值为目标，只想赌自己手气好，有人接盘。赌对了大赚特赚，赌错了就亏大了，平均期望值较小。

@ 不明真相的群众：乔布斯显然属于Inventor，他开创了智能手机这个品类。

◆ 企业家的抱怨

当企业家开始抱怨同行，说明他已经把握不住行业变迁的脉搏，企业的市场份额肯定在下降。

当企业家开始抱怨员工，说明他已经没有能力引领和管理一个团队，企业的战斗力肯定在下降。

观察一下你所投资的企业家的言行吧。

@ 微光破晓：当投资者开始抱怨市场不理性时，说明他已经被逼疯了。

@Nainital的碎片哥：企业家抱怨同行，其实是因为整个行业不行了，抱怨说明竞争加剧。竞争丛林是毛利的反义词。和市场份额的关联度其实未必有那么大。

@ 不明真相的群众：如果竞争加剧，而他的市场份额在上升，他肯定认为竞争是他胜利的烟花，哪里还会抱怨。

@Nainital的碎片哥：生意，特别是传统生意，很少有人在意份额，大多数人关心的是现金、毛利率，因为利率降低，所以抱怨。这些我都经历过，互联网公司是例外，它只考虑份额，所以才有赚投资人钱的故事。

@不明真相的群众：如果愤怒是终点，那抱怨的肯定是失败者；如果愤怒是起点，那抱怨的有可能成为成功者。愤怒越大，成就越大。

@不明真相的群众：行业蛋糕越来越小，说明相对于特定的市场需求，出现了产品形态、技术实现手段的差异化竞争者，本质上也是市场份额下降了。比如火车出现了，马车在运输市场上的份额就下降了；互联网出现了，报纸在媒体市场上的份额就下降了；电商出现了，线下商场在零售市场上的份额就下降了。

@微光破晓：关键词是“抱怨”。市场不理性，应该是投资者对客观事实的一种认知，它是中性的。当投资者因市场不理性而愤怒时，说明已经出现了他无法掌控的局面。

估值都是浮云?

◆估的什么值?

我们经常说估值很重要，但怎么估值呢？比如我们会说：“我认为这家公司值30亿。”“我们认为10倍市盈率是便宜的。”

雪球用户“大道无形我有型”曾对我说过他对估值问题的看法，我觉得很有启发。他觉得上面这些说法，本质上还是去猜市场或者别的投资者会出什么价，还是错的。

正确的“估值”，应该是这公司能赚多少钱，以后若干年能赚多少钱。这就是所谓现金流折现法最通俗的说法。

接着又有一个问题，如果遇到非常有竞争优势的企业，但是估值不便宜，我们应该等还是行动?

其实，要确定一家企业“非常有竞争优势”非常困难，但给“非常有竞争优势”的企业估值到底是值1块钱还是5毛钱，就更加困难，连查理·芒格都说投资只有5%的时间知道是买贵了还是便宜了。所以能够有操作性的建议是:

（1）反思自己对企业“非常有竞争优势”的判断是否成立，是不是一种幻想（这种情况是非常常见的），如果确认企业将来的价值将远超现在，那么现在的“估值”就不太重要，都可以买入。当然，如果将来企业并没有变得价值远超现在，你要明白你的问题并不是出在“估值”，而是对企业“非常有竞争优势”的判断错了。

（2）大盘比较悲观，大部分人谈股票而色变的时候买入。

我最近一年已经说了不止一百遍了：股票是现阶段最有投资价值的资产，A股投资价值领先全球。

@ 差点被收割的韭菜：我特别喜欢别人唱空自己的股票，尤其是那种高质量的看空文章，这些文章才能够使我看到自己没看到的地方。

@ 不明真相的群众：我最喜欢的是做空我的股票的人，那才是真爱。

@ 临冬将至83：方丈，如果感觉所持公司股票明显高估（如果自认为判断出来了），可以换成股票池中另外的股票吗？如果股票池中的估值都差不多，还是继续持有（主动屏蔽择时冲动）吗?

@ 不明真相的群众：首先我认为判断和处理高估，比判断和处理低估，要难很多，因为企业本身在发展，现在看来高估了，过个三年五年就成低估了。如果能判断的话，有性价比更高的标的，就换股。

@大道无形我有型：我觉得上面这些说法本质上是在猜市场或者猜别的投资者会出什么价，其实还是错的。正确的"估值"应该是这家公司能赚多少钱，以后若干年能赚多少钱。这就是对所谓"现金流折现法"最通俗的解释。

@snoopyzhang：未来产生的自由现金流折现便是公司的价值。当然有很多不确定的量。

@十年如一：即使不能够准确地估出富国银行能够赚多少钱，但是巴菲特认为现在的价格区间已经有很大的安全边际。成功的可能性比失败的可能性更大。巴菲特的投资标的分三类：第一类是普通股投资（就是一般的证券投资），第二类是套利投资（这个是确定性比较高的，如入股高盛），第三类是控股权投资。假如富国银行的分红能够保持较好的规模的话，那么实际上巴菲特对于富国银行的投资已经实现了他的目标，他追求的复利的标准和指数是相当的……当然绝对收益是每个投资经理追求的首要目标。

@十年如一：其实别人是在买企业，我们是在买股票。真的，这种感觉特别强烈。

@流水白菜：巴菲特说："如果我们能够洞悉每家公司的未来，比方说，100年后或者公司灭亡时在公司和股东之间的现金流入以及现金流出，然后以适当的利率将其折现到现在，我们就会得到内在价值的数值。公司也有息票，但这些息票是未知的。这和计算一张贴着许多息票、100年后到期的债券的价值很相似。如果你知道息票有多少，就能以适当的风险利率折现来计算它的内在价值，或者将息票率为5%的债券与息票率为7%的债券进行比较。每张债券的价值都不一样，因

为它们的息票率不同。其实公司也有息票，这些息票未来会发生变化，只不过没有印在股票上。因此，公司未来的息票要由投资者自己来估计。内在价值与未来的现金流息息相关，投资者的工作就是弄明白未来的现金流是什么样的。”

@汤诗语：现金流折现取决于很多假设，其中有一条是永续经营，但大多数公司难以永续经营。

@流水白菜：内在价值很简单，就是未来现金流的折现值之和。巴菲特说“要透过迷雾看未来”就是这个意思。如果对一个行业无法做到心中有数，就不要去估值了。隔行如隔山。行业都不懂，怎么穿越迷雾眺望未来呢？又怎么评价一家企业是否走在正确的路上呢？眺望的前提是俯视，俯视的基础是心中有数。

@守株待兔：问个问题啊，这个未来是多久？10年，抑或是30年？

@流水白菜：任何公司都是有周期的，高速增长周期、中速增长周期、永续增长周期……不同周期的盈利能力不同，然后再开始折算。公司的增长依托的是GDP（国内生产总值）、CPI（居民消费价格指数）、行业、公司自身的竞争力……估值说来容易做来难，会看报表的人很多，看明白一个行业的人少之又少。

@山是鱼：看来只相信称重机、不相信投票器是价值投资者的通用标签。但我感觉段永平（雪球@大道无形我有型）和格雷厄姆有挺大的不同。格雷厄姆通过安全边际把握过去，不操心未来。段永平也分析过去（不然无法判断这是家好公司），但更多地着眼于未来，有点儿像菲利普·费雪。我所知道的，网易、GE（通用电气）、雅虎、苹果，他好像买了就没被套过。

@ 赖智慧：说得有些道理，市盈率本身就对市场情况和投资者热情有一定的假设，现金却是实实在在的基本面。不过，所谓估值，本身就是“估”，有一定的猜测和假设也是正常的吧。

◆ 高估未必要卖出

拜访了雪球用户“牵牛星”令人收获颇多，最重要的是关于卖出。传统观念认为应该高估卖出，但这本质上还是赚市场的钱，而不是赚公司的钱。如果赚公司的钱，应该不介意高估。那什么时候卖出？应该是公司基本面发生致命变化时。最致命的变化是行业需求消失。

@ 东博老股民：所以说，在我看来，与其说探讨是否卖出的问题，还不如努力提高自身的判断能力。就炒股来说，获得观念比较容易，两三年时间足够，提高自身能力却几乎需要一辈子，需要悟性，需要阅历，更需要积累。

@ 坚信价值：我们不应该有历史成本的概念。每一天都是新的。想象自己是刚接管一个组合的新经理，你不需要为原来的经理（昨天的你）的决定负责。市场价格的变化不影响我们对基本面的看法，但是影响投资的预期回报率。同样的公司前景，价格涨了，预期回报率就低了。

我们时时刻刻都在考虑：

（1）这个预期回报率是不是值得我承担这个风险。

（2）这个预期回报率相对于其他股票来说是高还是低。

◆ 估值都是浮云

投资就是估值？我认为，估值都是浮云。

大家都知道买东西要买便宜的，买股票应该也一样。那么，什么样的股票贵？什么样的股票便宜？美国资本市场上有每股几美分的股票，有每股13万美元的股票。如果我说每股几美分的股票就比每股13万美元的便宜，大家肯定会哑然失笑。但真的经常有人跟我说，Google每股600多美元，真贵呀，买不起；酷六每股才3元多，真便宜。以单价看贵贱不是完全没有的事，否则你无法理解为什么百度要搞一拆十、网易要搞一拆四这种数字游戏。

当然，严格来说，股票的贵贱跟股票的单价并没有关系。股票是分拆的部分公司资产，它的贵贱理论上取决于股票价格与它占有的公司资产之间的关系。如果股票价格低于资产价值，就可以说它是便宜的；如果股票价格高于资产价值，就可以说它是贵的。

每股股票的价格是很明确的，但它所包含的资产价值就不是那么清晰了。打开股票交易软件，每只股票都会有一个与此最接近的值：每股净资产。每股净资产与股价的比值叫市净率，市净率曾是很多投资者衡量股票价格的重要指标，但现在这个指标快破产了。比如，中国香港市场上的很多地产股都是以低于净资产的价格卖出的，但你不能说那只股票一定是便宜的；相反，百度、腾讯这些互联网公司的净资产可能只有它的股价的几十分之一，但你也不能说它的股价就是贵的。所以投资者逐渐明白，公司的土地、厂房、生产线这些“净资产”，除非破产，一般和投资者不会发生什么关系，和投资者发生关系的是盈利。

所以市盈率就成了投资者衡量股票贵贱最重要的指标。为了看到长期的市盈率变化，还衍生了另一个指标PEG（市盈率相对盈利增长比率）。当然，因为CFO（首席财务官）们高明的财务技能和错综复杂的会计手段，一会儿减计、一会儿计提，所以更专业的投资者不看盈利，看现金流，那是实实在在的，如果公司正向现金流表现良好，一般就能证明它的经营状况是好的。

但问题是，PE、现金流这些都是可以查到的，如果认为PE低，股票就便宜，那么投资也未免太简单。事实也是这样，很多PE低于10的股票，股价连年下跌；很多PE上百倍的股票，股价连年上涨。今年现金流是正的，明年可能变成负的，所以问题在于投资投的是将来，不是过去，资产、盈利、现金流这些估值指标只能衡量过去的企业经营状况，决定股价的则是将来的盈利和增长前景。所以，估值毫无意义。

什么决定了公司未来的增长？大体上是公司所处行业的增长前景，公司在行业里的竞争优势和定价能力，公司所提供的产品或服务，受用户欢迎的程度，以及团队、管理和企业文化给长期的竞争优势提供的支持。这些在股票交易软件上能找到指标吗？找不到。评估这些东西难吗？难。要了解这些，你得阅读大量的行业和公司相关信息，得尽量接触公司提供的产品或服务，尽量接触公司的管理层和员工，并在消化信息的基础上做出自己的判断。

这比做CEO还难吧？这就对了，这个世界上，成功的投资人比成功的CEO少得多。

@叶公好彪：读后感：

（1）投资是未来时，不是过去时和现在时。

（2）未来增长因素可以概括为：未来行业整个蛋糕有多大，这个公司能抢下多大一块，去抢的人（公司团队）是否靠谱儿。

@小沦：学习了。核心点：投资投的是将来，不是过去，资产、盈利、现金流这些估值指标只能衡量过去的企业经营状况，而决定股价的是将来的盈利和增长前景！

@weald：成功的投资的确很难。那些看得见的数据和指标，或者已成历史，或者不能使用。往往是那些不易看见的数据和指标，反而影响公司未来的发展。表面分析易做，核心分析难做。

@ 浪子悲歌：方丈，如果在股市里遇到一家好公司（个人对好公司的判断标准是持续稳定的营业和利润增长），请问从哪些方面判别其当前的价格是否合理？期待您的高见。

@ 不明真相的群众：就假设这家公司是你哥们儿开的，要你入股，你愿意入多少钱，想清楚这个问题就可以了。

@ 探险爱好者：方丈，你是如何估值一家互联网公司的?

@ 不明真相的群众：长远地看这家公司能赚到多少钱。

买入卖出的诱惑

◆ 最佳投资时机：市场规模与利润率双升

赚钱，得有利润率。赚大钱，得有市场规模。利润率与市场规模的关系是复杂的。

有时候规模上去了，利润率会下降。失败的连锁商业扩张就是这样。这两年有很多公司迫不得已关闭，就是承受不住利润率的下降。如果公司出现这个苗头，持有者应该警惕。

有时候规模上去了，利润率也会上升。这说明前期投资或者核心系统的规模效应在发挥作用，这就是投资的最佳时机。

看看哪些公司的市场规模和利润率在双升?

@鱼肚白：投资亚马逊的最佳时机也是“市场规模和利润率双升”的时候吗？

@不明真相的群众：我觉得是这样。

@不明真相的群众：欧美、日本的汽车公司进入中国市场的时候，是典型的市场规模与利润率双升。

@ JD王亚谦：营收增长率与利润率的关系是复杂的，营收增长能够拖累利润率，也能够提升利润率，这涉及具体的业务形态及成本控制能力。并非所有公司都适合做“大”，那些唯市场份额主义者肯定都会面临低利润率的风险！

@不明真相的群众：我觉得工程机械类比较典型，属于市场规模扩张、利润率下降的行业。

@踏雪而来8：逆向投资者不认同。

@不明真相的群众：逆向投资者一般在公司利润率很低时买入，他通常希望此时是“最差”，也就是希望利润率能转向上升。

@天心资本：长城汽车的市场规模和利润率在双升，你敢买吗？反正我是不敢买，尤其是这个双升超越了估值水平。所以一定还有个条件，你的问题才有意义，那就是在双升的同时，有估值的低点或者拐点，这样才会出现共振的可能。

@crosis：主要取决于两个因素，一个是公司的定价能力，另一个是生产运营成本的比重。定价能力强，生产运营成本比例高，则容易量价齐升，TMT[注]行业是典型。定价能力弱，原材料成本比重大，则量升利润跌，家电业是典型。

@我是任俊杰：能保持长期成长甚至量价齐升的公司一定有它独特的东西，其影响要素除了必不可少的外部资源外（产业阶段、消

费需求、市场边界等），更重要的是公司对内部独特资源的占有、发掘与利用，当这些关键资源逐渐变得稀缺或独占、可以为客户创造更大价值、难以模仿并难以替代且占有或获取的成本不高时，公司的“量价齐升”就不再是一个梦想了。A股市场中，应当还是有一些公司完全可以做到这一点，也因此它们未来的成长（规模和利润率）就有一定的可预测性。

@疯投哥： 这个“最佳”时机往往股价不便宜，所以难免使得这个“最佳”打了折扣。

◆ 买卖的好时点

我觉得需要卖出的股票都很烦，因为这意味着你要多做很多决策：什么时候卖？卖了以后买什么？买了以后什么时候卖？多做决策意味着犯错的可能性成倍地增加。

基于消费的卖出理由任何时候都成立。基于“估值”的卖出，使夹头(注)耗尽心神，最后基本都卖错了。

@ 上官文文： 基于什么卖出才不错呢？

@ 不明真相的群众：基于买入理由不再成立。

@仓佑嘉措-Leo： 对我来说，看懂（互联网）行业，看懂（互联网）公司比较轻松，但是估值确实困难，好行业、好公司、好价格里最难的是好价格，人们也常说估值是门艺术。听说方丈都是以市场价下单的，可见毛估估(注)的成分居多，我很佩服你的功力，近来觉得自己有点儿陷在财务报表的“误区”里了，可否深入谈谈估值？

@ 不明真相的群众：估值太“艺术”，我们来说买卖吧。我觉得大而化之，是颠覆别人的时候买，别人颠覆不动的时候持有，被人颠覆的时候卖。颠覆别人通常表现为营收规模的急剧扩张、利润率的提

升，而被人颠覆则表现为营收规模的萎缩、利润率的下降。营收规模和利润率远远重于盈利倍数。

◆ 卖了“原告”买“被告”

有两家公司，一家经常被人告，一会儿有人告它垄断，一会儿有人告它侵权；另一家经常告人，一会儿告人侵犯了它的专利权，一会儿告人挖了走它的员工。这两家公司的股票，买哪家?

听起来好像应该买后者，占理啊。

可我要说的是，重点考虑把“原告”卖了，买入“被告”。

图2-2是两家打官司的公司的股价对比图，深蓝色的代表富士康，浅蓝色的代表比亚迪。

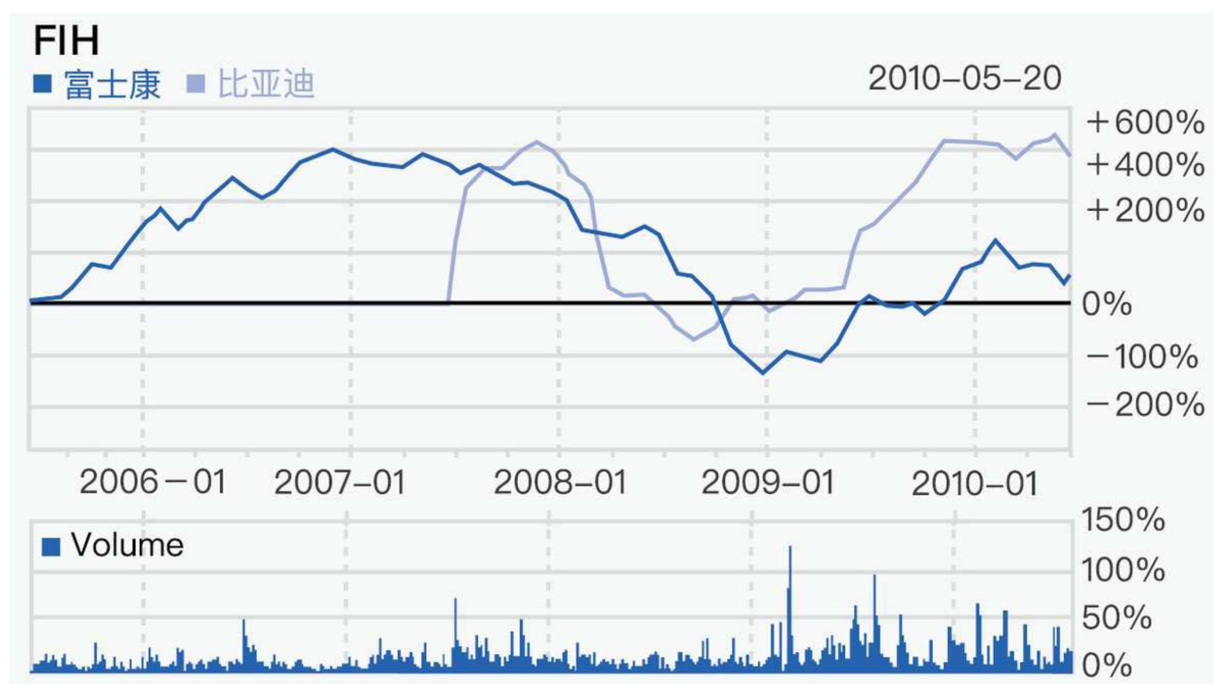


图2-2 2006～2010年富士康与比亚迪股价对比图

2006年，富士康起诉比亚迪侵犯其商业机密，多个官司加起来索赔标的将近50亿元。大家看看，官司之后两家公司的股价走势。到了2012年，比亚迪的市值已经和富士康相当接近了。

再看另两家公司（见图2-3），深蓝色的代表诺基亚，浅蓝色的代表苹果。这次是诺基亚告苹果。

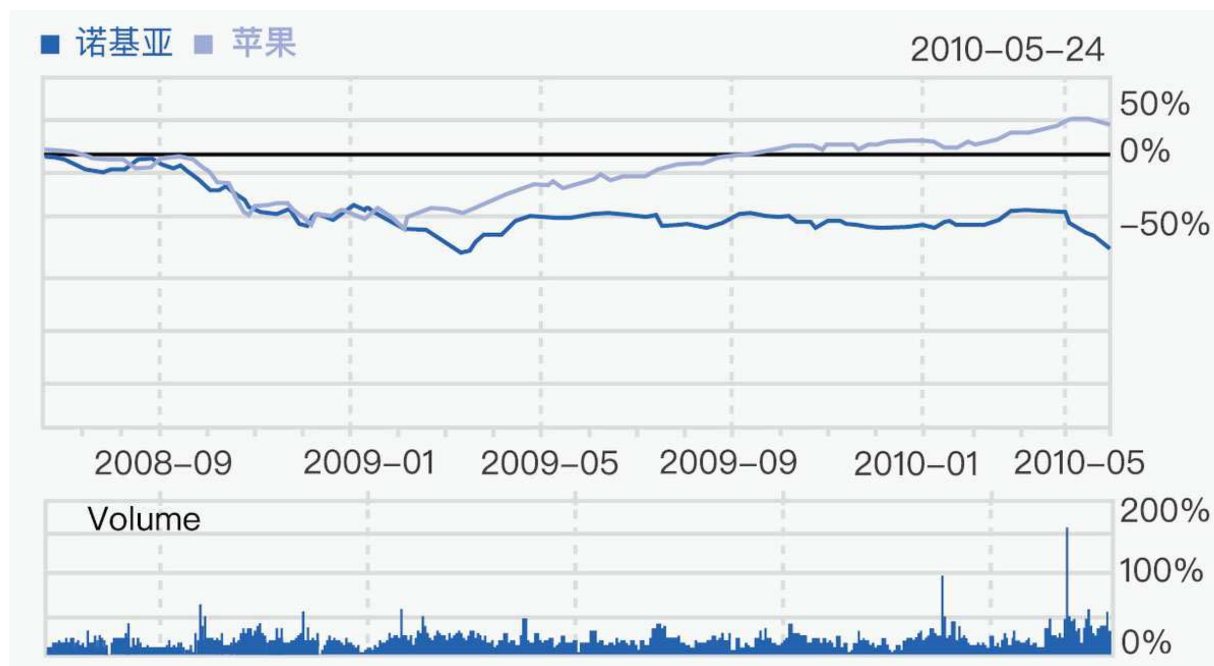


图2-3 诺基亚与苹果公司股价对比图

应该买比亚迪还是富士康？买苹果还是诺基亚？答案应该很清楚。

守法经营当然是公司的底线，但有很多官司是不能用简单的是非来衡量的，纠纷往往是在新技术应用、业务模式创新的过程中产生的。公司也和人一样，有生命周期。新兴公司和爱闯祸的年轻人一样，往往是旧规则的破坏者，处于富有进取性的青春期，容易成为被告。但它闯的祸和它创造的价值比起来，可能微不足道。而老牌公司感觉自己的市场份额被新兴的模式威胁，只好举起知识产权的大旗捍卫自己的地盘，可是这种捍卫往往力不从心，最后也无济于事。

Google现在也处于频繁被告的阶段，一会儿政府告它垄断，一会儿个人告它侵权，这正好说明这家公司还处于冲劲十足的青春期，是这个世界的“坏孩子”。

有一个有趣的公司是微软，10多年前，一天到晚当被告，那时候，比尔·盖茨脸上的青春痘都没有消吧，所以公司的市值也在不停地被告之中一路冲天。现在完全反过来了，开始一天到晚告别人了，比尔·盖茨也成了温文尔雅的社会贤达、公益明星。至于公司嘛，我觉得还是不买为妙，尽管估值看起来可能还不错。

@onedot：还是要看是没落者告还是兴起者告！我觉得可以修正为：如果一家公司正在兴起，恰好又被一家或若干家没落的公司告了，那坚决买入。反了可就不对了啊！

@dudu嘟嘟：原告一般都是希望可以拖延被告的脚步，以时间换空间，但往往事与愿违，因为自己气势已经弱了。不过刚看到第一段我以为是在说广药和加多宝，后来发现自己格局太小了，大错特错。不过学习了一个好思路，不错！

◆关于卖出的致命诱惑

股市上有句老话："会买的是徒弟，会卖的是师傅。"

关于卖出的后悔通常有两种：

（1）某股票，以每股10元买入，后来涨到每股30元，没有卖出，再后来，它跌到了每股9元。

（2）某股票，以每股5元买入，后来涨到每股10元，卖出获利了结，嗯，它现在的价格是每股300元。

如何解决卖出问题，我觉得还要从买入上找答案。

如果某股票仅仅是因为出现绝对低估而买入，并不能确认这家公司为好公司，那么绝对低估条件消失后就要卖出，这容易做到。所谓烟蒂型投资就是这样的。

如果某股票行业、模式、团队都很好，确认是好公司，好公司股价狂涨起来，看静态的估值（比如市盈率）是吓死人的泡沫，这时候要不要卖出呢？这是最考验人的问题。

如果三好公司“高估”的时候卖出，接下来头痛的问题是还要不要买入，到底多少钱买入。就以刚才的例子来说，5元买入，涨到每股10元觉得高估了，卖掉，那么如果它跌回5元钱，重新买入是最美好的事情，但如果它继续涨还要不要重新买入？如果它只跌到每股8元，要不要买入？每股8元不买的话，每股7元呢？在大多数情况下，要么只好在更高的价位重新买入，要么只好看着大牛股绝尘而去，徒增伤悲。所谓做波段，那只是良好的愿望而已。

人一辈子找准长牛股的机会实际上少之又少，能找到三五只，一辈子就衣食无忧了。

所以，我倾向于认为，确认是好公司的股票，只要“好公司”定性的条件没有变，无论如何高估，都不应该卖出，因为“高估卖出”本质上是想赚市场的钱，但买好公司是想赚公司成长的钱，不要忘了初心。

补充几句，定性没变的量化条件：

（1）行业的市值在增长。

（2）公司在行业内的市场份额在增长。

这挺难做到的，毕竟“市场的钱”已经摆在桌面上，立等可取，属于致命诱惑。

@7星级产品经理：其实价值投资那套方法谁都懂，但是放在自己身上就迷糊了。

@毅哥仔：人性的弱点，利益会轻易改变一个人的观点。

@亮剑金辉：个人认为，美国中概股，百度、网易、畅游基本上不用考虑卖出，逢低买入定能稳健赚钱；美国金融股，贝莱德值得长期持有；美国科技股，Google也会一枝独秀，苹果可以作为做空个股的榜样股；香港市场的腾讯控股，基本上也会相当不错，长期持有就可以了。综合来说，具备企业家精神的企业家掌舵的公司不用考虑卖出。

@云端漫步：从操作层面上看，投资烟蒂型公司㊟更容易，但真正的烟蒂公司越来越少。

@ 黄建平：过度高估卖出股票很正常，许多人拿巴菲特没有在股市泡沫期卖出可口可乐、美国运通、华盛顿邮报来鼓励长期持有。

建议可以去看看他的其他投资案例，95%的公司高估后都及时卖出了，而这些少数没有卖出的股票，窃以为原因是：

（1）他是这几家公司的董事会成员，且是大股东，被CEO信任，若是我也不会卖，否则对声誉的影响太大。

（2）他的资金量庞大，找到更多机会非常难，而他没有卖付出的代价是这些公司近15年的低收益，平均收益率低于国债，但长期有稳定的分红。

（3）伯克希尔卖出股票后需要缴纳高达35%的资本利得税，也就是说，若卖掉需要找到另一个至少低估35%的庞大投资对象，这个难度也不小。

中国石油到价位就卖了，迪士尼也卖了，宝洁卖了一半……

所以说，巴菲特是非常实际的人，这种选择也是他的最佳选择，但对于我们，前提不同，能否照搬?

@ 潘潘_策略投资：这个赞。其实看《巴菲特致股东的信》，1990年左右巴菲特已经开始大规模收购公司了。可口可乐、美国运通、华盛顿邮报这些公司的股票，他应该都是以经营自家公司的理念持有的。

@熊市中那头懵懂的牛：解决卖出的问题从买入上找答案，这个思路没错。但无论是卖出还是买入，都不是“生存还是死亡”的问题，也就是说，不是0或1的问题。如果一定要做或者不做，那么即使从买入上找答案，卖出的问题永远都是一种纠结。

把“卖还是不卖”或者“买还是不买”的问题变成“卖多少”或者“买多少”的问题，纠结就会自然消失。记得前段时间雪球用户“耐力投资”谈到模糊逻辑思维的方法，其实卖出或买入的问题也要运用模糊逻辑去思考。在这个混沌的世界，没有什么是绝对正确或者绝对错误的。

@西峯：公司的“好”并非静态的，需要在市场里不断得以证明。因此不存在决定论式的推断，即可以从初始的点点滴滴判断日后是否能一鸣惊人。

@人生哲理58：定性的条件难以正确地获得。信息不对称，很难说你知道的就是事实。

@ 南天云：似乎达到预设目标后就坚决卖出，才是个人投资者应该遵循的投资规则。

巴菲特以10年、20年为度的长期投资的前提有两个：一个是所谓消费垄断型企业，另一个是股本收益率不低于15%（现金奶牛）。这是不是方丈所说的“长牛股”?

以这种标准判断，苹果是不是长牛股？Google是不是长牛股？特斯拉是不是长牛股？这还不好说。所以巴菲特不投资科技股。

投资风格不同，就像人生观不同。尤其是获利了结的方式，如同你走进森林，想找那颗最大的果实。每个人收获的不同基本取决于个性，而非所谓的经验和智慧。10倍收益已然心满意足的人恐怕占绝大多数。

@归藏：估计等一般人都知道那个"好公司"定性的条件发生改变，利空消息出来，想卖的时候，股价已经基本跌到底部了，差不多是建仓价位，卖不卖都没有什么意义了。很多理论就是用来蒙普通人的。

@不明真相的群众：我觉得情况恰恰相反，大部分人买了股票，看到点儿利空消息，股价下跌或者仅仅是好几天不涨，就卖了，然后一卖就涨。

@WasteHouse：换个角度，假如在上涨趋势中，钱对你来说已经赚够了，比如已实现自设的财务自由目标，本着只富一次的原则，可以在高估时放手；如果资金规模较小，可适当放大风险偏好。交易不一定是逻辑问题，大多数是心理问题。

@诗有秀财：此文甚妙，适用于各种投资投机者一起讨论，非常有争议点，虽然道不同，也能各争各的。卖不卖，我觉得关键还是看有没有形成自己明确清晰的投资方法，就像文中说的到底赚不赚市场的钱，或者什么时候赚、什么时候不赚市场的钱，这些都应该思考清楚后再确立自己的投资原则，而不是随意无原则地想卖就卖。从巴菲特的投资看，他对赚不赚市场高估的钱是有原则的，只有几家公司被他视作永久非卖品，这点在他的致股东信里已经表达得非常清楚了。

@weald：假定好公司的特点是相对行业竞争对手的高成长性。过去是否高成长很容易判断，未来两三年是否高成长也可毛估估，但未来10年能否维持高成长就很难说了。说到高估，市盈率一般在30倍甚至50倍以上，根据市盈率和历史增速，大致反推未来几年需达到的增速和时间，增速越低，时间越短，确定性越强。

@凯利投资：成功的秘诀在于买对股票的时候安坐不动，要做到这一点很难。你必须克服获利了结的巨大诱惑和冲动以及市场波动带来的艰难考验。

@张翼轸：方丈教条了啊，巴菲特当初减持中国石油，多么干净利落。好公司不管估值高低都捂着不放，那才是对价值投资的无视啊。

@不明真相的群众：我认为中国石油的利润增长难，所以只能在绝对低估的情况下买入，不再低估了就卖出。

@老农鲁庶：其实投资很多时候是信仰，是对某行业、某公司团队近乎宗教般的信任，才不会被各种短时现象迷惑，才能坚持到底。当然，选择哪种信仰则是偶然和幸运，有缘千里相会，无缘对面不识。错过不是过错，但能凑上份子则一定有幸运的成分。

@护城河：逻辑清晰有余，投资知识不足。

“护城河”+复利=真正的暴利，长期看收益会远远高于纠结所谓的“高估”。

@我是表好胚：我觉得有一个问题，无论如何高估都不该卖出是一个伪命题，如果微软1989年的时候以其在2000年的价格交易，你卖吗？不卖？恭喜你，未来24年你的回报率是0！当世人皆疯狂的时候就减少仓位，怕踏空？世人皆疯的时候总是会跌的！当然，如果仅仅

是少量高估，当然不卖，必须高估到怎么看卖出都是一笔好生意的时候才考虑卖。

@ 微光破晓：极高的静态估值必须配合极高的动态成长，否则就是一笔失败的投资，而"好公司"和"高成长的公司"根本不是一回事儿。如果我们对公司成长的速度产生了巨大的误判（无论是高于还是低于预期），说明我们其实并不了解该公司，那静态高估时就更应该卖了。

@格林是潘：投资没有那么高深莫测！无非就是"占便宜"和"买便宜"，前者是和以往对比，后者是基于对未来预判，买卖结果就是你吃了多大的亏或者占了多大的便宜！

@谋自在：烟蒂型投资，吸一口就扔掉；价值投资，在公司价值失去后才卖出。

投资策略与总结

◆ 投资体系建设

（1）买股就是买企业，不动摇。

（2）具有"越多人用越好用，越好用越多人用"的互联网产品具备的自然垄断的特征，是最好的投资标的。

（3）买入时机：市场规模与利润率双升。希望特斯拉汽车以后也会变得便宜。

（4）卖出时机。好公司如果“好”的判断不变，不卖，不赚市场的钱，只赚公司的钱。

（5）仅仅因为低估而买入的公司，估值条件消失后坚决卖出，不要因为上涨而爱上公司。

（6）估值的钱是一倍两倍，成长的钱是五倍十倍。

◆ 我比巴菲特早两年投资比亚迪



图2-4 比亚迪2007～2011年股价走势图

为什么会投资比亚迪呢?

这还得从头说起，我有一种根深蒂固的体制歧视，就是喜欢投民营企业而不喜欢国有企业。大概在2007年，我发现汽车的销量上升很快，但汽车制造企业大多数是国有企业，我就想，如果有一家民营企业做这个，在这个市场里应该会很有优势。当时已经进入这个行业的

民营企业主要是两家，一家是吉利，另一家是力帆，但简单地看它们的产品，基本难有信心。

后来有一次我去深圳出差，看到高速公路边有个广告牌，就是比亚迪汽车的广告，看起来挺不错。我也注意观察街上，果然发现这个汽车出现的概率越来越高，我就想这应该不错啊。查了一下它的资料，已在香港上市。

当时我正好已经把A股清仓了，就想转投港股。比亚迪和腾讯应该是我想去投资港股最重要的原因之一。

所以基本上港股账户开好后，我立即买入了比亚迪股份，成本价大概是每股44港元（按现在分拆后的股价应该是每股11.57港元），市盈率大概是11倍。

比亚迪当时的业务主要是三个板块：电池、手机、汽车。当时电池业务还是最主要的利润来源，但增长的势头已经放缓。手机业务增长很快，但是富士康频频告它侵权。我感兴趣的是汽车业务，但当时汽车在整体利润中的占比大概只有20%。

同期买入的腾讯控股和中国石油股份都有不错的盈利以后，比亚迪股份的股价一直没有很大的涨幅，可以说是跑输大盘。在这个过程中发生了两件事：一件是比亚迪把增长最快的手机组装业务分拆上市，我也认购了一点，现在还没回到发行价；另一件是富士康和比亚迪打了一场旷日持久的官司，前者股价没有带来上涨，后者股价显著下跌。但我没有减持比亚迪，反而把中国石油股份和腾讯控股卖了增仓比亚迪股份。搞到最后，我股票账户里居然只剩了比亚迪股份一根独苗了。然后金融海啸袭来，比亚迪股份也随大市狂跌，最低跌到每股6港元（分拆后）左右，我手头的市值只剩下高峰期的45%。心情灰暗啊！

后来的事情大家大概能猜到了，巴菲特旗下的中美能源入股比亚迪股份，比亚迪股份的股价在消息公布当天就涨了一倍，之后一路上涨，最高的时候到过每股80多港元。

我在巴菲特入股几天后就全部清仓了，这使我完全躲过了2008年的金融海啸，所以现在还有资格在这里写投资心得。顺便也可以告诉大家一下我卖出比亚迪以后买入了什么：每股44.85港元买回腾讯控股，2010年大概是每股150.20港元；每股8.05港元买入蒙牛乳业，2010年是每股22.40港元；每股2.52港元买入中国龙工。当然，这些公司我也没有持有到现在的价格。

如果我继续持有比亚迪股份，肯定能赚得更多，但对于过早清仓，我并不后悔，这也是我对现在巴菲特的投资略存疑虑的原因。

在持有比亚迪股份近两年的时间里，我对自己持有的这只重仓股基本上是无所不用其极地收集信息，想了解它的产品有没有竞争力、它与产业链上下游的关系怎么样、它的管理怎么样。结果，越收集越感到不安。

首先当然是产品。每看到一家比亚迪4S店我有空都进去观察，跟销售员和顾客交流。同时我也到所有比亚迪主题的汽车论坛里去看。用户对比亚迪汽车的评价并不高。对这个我倒并不是很担心，我想，像后视镜和门把手的安装、刹车踏板的硬度这些，对中国人而言应该不是问题，迟早总能解决。同时它被另一个乐观的因素抵消了，那就是价格。

稍让我担心的是经销商的态度，好像经销商普遍对产品并不是很有信心，同时对厂方的押货要求都有点儿不堪承受，但这应该不是比亚迪一家的问题。

比亚迪一直宣传的电动车战略，倒是问题最大的。业界对比亚迪打出的“铁电池”概念争议颇多，有人指出“铁电池”其实就是传统锂电池的另一种叫法，并不是什么新事物，也有人指出它本身的专利源其实并不属于比亚迪，而要向供应商购买，而且专利权本身还有纠纷，等等。

我也注意到，比亚迪经常发布的新产品计划，比如“最迟”什么时间、“最快”什么时间、“计划”什么时间，基本从来没有按时兑现过。公众最关注的电动汽车产品推出计划更是这样，一推再推，最后推出来的产品，感觉好像完全是为了应付媒体和公众的需求，而不是真正满足用户的需求。那到底是这家公司的经营管理有问题，还是仅仅是它的宣传策略有问题？如果是后者问题就不大，如果是前者，就足以让投资者不安了。

珠三角地区拥有全球一流的工业配套供应体系，很容易就找到了几家比亚迪的供应商，然后我发现他们对比亚迪的采购体系评价相当一般，比亚迪应该并没有在这方面拥有一家阳光的民营企业应有的优势。这点也相当让人担心，因为它直接关系到产品的成本和质量。

员工对公司管理的评价也是我非常在意的。在一些人力资源方面的论坛可以清楚地看到员工对自己公司的评价和求职者应聘公司的意愿。这个调查有两个方面最让我吃惊，比亚迪竟然远远不如它的竞争对手富士康！现在富士康饱受诟病，但是，在深圳，一个普通工人去应聘的话，如果能进富士康，他肯定不会进比亚迪。从员工的评价来看，他们更认可富士康的严格和规范，而不满意比亚迪的“乱”。这让我很震撼，我倾向于认为富士康是一家名声很糟但事实上还不错的公司。不过我也为这个判断付出了惨痛的代价，后来因为这个判断也购入了一些富士康的认购期权，这些期权在金融海啸中灰飞烟灭，因为富士康的正股从每股20港元跌到每股1.5港元，认购期权的价值很快就

归零了！虽然如此，我觉得应该反思的是我的交易行为，在公司判断上并没有大错。

在投资比亚迪股份方面，我可能犯了一些完美主义的错误。在一定阶段，可能粗糙而野蛮生长更有生命力，可能正因为这样，比亚迪的汽车销量能以每年100%的速度增长。另外的一个错误是，我开始关注比亚迪的原因后来却被我自己忽略了，那就是体制和成本。中国制造业的核心优势是劳动力成本，但是汽车制造业是个例外，基本都是全球500强和传统国有企业合资的，薪酬水平较高，你看汽车制造厂基本都在传统大城市而不在珠三角地区。比亚迪能用珠三角的工厂模式制造汽车，在相当长时间内还是有很大成本优势的。

除此之外，虽然我至今不相信比亚迪真正在电动汽车的核心技术方面有优势，但正如它在传统的电池业务和手机业务方面一样，可以有生产模式和成本方面的优势，可以成为这个重要部件的供应商。

所以，比亚迪应该还有很大的增长潜力和市场机会。

但就像我在前面说过的那样，它在经营管理方面的不尽如人意，也给自身的发展埋下了很多隐患。如果不能及时清除这些隐患，可能巴菲特也会不安。我反正是有这种不安，所以才不敢继续持有。

写下这些并非炫耀投资业绩或者自命聪明，只是想跟其他投资者交流一下我是如何分析一家公司的。

◆ 为什么中国的价值投资者都买贵州茅台?

茅台性价比的核心，就是它必须是最贵的白酒。

现在顶着“价值投资”帽子走动的投资者，十有八九靠的都是早年买进了贵州茅台没有卖。

领域更广一些的就是搞点儿云南白药、东阿阿胶的股票。看起来一点儿技术含量都没有。不过仔细想想是有道理的，价值投资的核心是不折腾，以合理的价格买进并持有有“护城河”的公司。中国绝大多数上市公司都是吃人口红利的，增长则依靠消费升级、渠道置换。

李宁升级来升级去，遇上阿迪达斯和耐克，就升不上去了。大家都到县城去开店，算是个创新，可是县城都圈完地了，到哪儿去圈新地?

苏宁和国美置换了传统电器销售渠道，可是又出来个京东要置换它们。

万科的企业文化好，可是房地产行业“肉太肥”，群雄逐鹿，万科只能拿到几个点的市场份额。

招商银行管理好，但仔细看下，大家的营收构成差别不是那么大。牌照是有价值的，但是牌照是相同的。

所以，这些公司业绩爆发都是阶段性的，曾经的蓝海转眼间就变成了红海。要应对消费永不停歇的升级，或者应对渠道永不停歇的置换，对企业家的挑战太大了，简直是不可能完成的任务。

这些公司里面，有谁可以依靠品牌、专利、管理能力、特许经营权永续经营？这对投资人来说挑战太大了，简直是不可能完成的任务。

回头看看贵州茅台、云南白药这些，看起来没有技术含量，但优势也是没有技术含量，品牌是它生存的唯一理由，而且品牌是有定价权的。其他的公司治理、渠道置换、消费升级对它们都不重要。谁当贵州茅台的董事长重要吗？林园说，投资就是买垄断，一点儿没错。

那么，在这些传统的领域之外，有什么公司可以靠企业家精神建立起垄断优势和“护城河”呢？

@枣树：企业家精神能让小企业长大，却很难让大企业持续。林园的话说得其实很直白，什么调研、报表，都没用，有用的是“看见就想买”，这能保证持续经营，而持续经营的结果就是成长性。

@ bobo：如果我们要创业，那就要具备企业家精神，敢进取，敢创新。但是如今我们的角色是投资，且大多数投资者不能进入董事会来监督公司经营。指望别人的企业家精神赚钱不靠谱儿，所以应该投资人人都能经营的、人人都能看懂的企业，以及存在“护城河”的企业。

@ 孙旭东：买贵州茅台股票的未必是价值投资者，价值投资者未必一直持有贵州茅台股票。我不太赞同您对价值投资者的定义。

@我是任俊杰：谈点儿个人理解。投资时的行业选择主要是为了解决“懂企业”的问题，之所以要选吃喝玩乐穿住行，是因为相对于其他领域，这些公司比较好懂（就多数人来说）。“懂”企业，你才能估值；“懂”企业，你才能追踪企业的发展。此外，买有“护城河”的传统行业或业务模式简单的行业还有一个好处：它一般不会在一夜之间就大厦将倾。技术类则不然，一觉醒来可能一切都已经改变。彼得·林奇说宁买酒店，不买卫星，讲的就是这个道理。

至于传统行业之外能否复制贵州茅台等企业的成功，我认为并非绝对不可能，关键还是看那时的“护城河”是否够宽、够深，里面是否有足以抵御竞争对手进攻的“鳄鱼”。如何理解呢？在所谓“核心能力”和“消费特许”的定义中，唯一重合的一个要素就是“难以复制”（或难以替代）。因此，我觉得企业如果能建立起“难以复制”的能力，就有了足以抵御竞争对手的“护城河”或者是河里的“鳄鱼”。如果我的理解无误，行业选择倒不一定是一个绕不过去的前提。

大而不倒，市值重要吗？

◆ 苹果市值会超过1万亿美元吗？



图2-5 苹果公司2011～2017年股价走势图

苹果的市值已经到8 000亿美元了，它还会涨吗？到10 000亿美元的时候，它还会涨吗？好像我们从来没有见过市值这么高的公司啊。

这真是个感性的想法。实际股价涨不涨，最后应该取决于公司的盈利能否持续增长，而盈利能否持续增长，又取决于苹果的产品销量能否持续增长。

销量能否持续增长，一方面取决于市场规模、还有多少潜在用户；另一方面取决于产品的市场占有率能否进一步提升。

2015年苹果产品的市场占有率有多高呢？以手机为例，在美国市场上，iPhone并不是老大，落后于三星、LG、摩托罗拉；在中国，有

10亿手机用户，而iPhone现在的销量大约是2 000多万部，也就是说市场占有率还是个位数。

当然，把智能手机跟非智能手机放在一起比可能不妥当，智能手机占手机市场的份额还可以提升，iPhone在智能手机市场的份额还可以提升，理论上讲是这样。

那么其他人会买iPhone吗？也许会，也许不会，但非常确定的一点是，他们不会依据苹果市值是否超过10 000亿美元来决定是否购买iPhone。

这其实是普遍存在的一种思维。对于规模已经很大的公司，投资者可能感性地质疑其增长前景，那么他就会倾向于从小公司里寻找能成长为大公司的“黑马”。

实际的情况是，小公司成长为大公司的概率远远低于大公司继续增长的概率。小公司之所以是小公司，往往由它的行业处境、商业模式、管理能力决定；大公司之所以能成长为大公司，就因为它们在这些方面是有优势的，这就叫大而不倒。

所以真正有意义的问题是：公司所处的行业规模有多大？公司在行业的竞争力如何？把市值忘掉吧。

当然了，公司规模大了会面临管理上的问题，但管理问题和规模问题并不是直接相关，公司员工规模与市值规模也并不是直接相关（我看苹果员工规模并不是与市值同步膨胀的，富士康可能也存在这样的情况），所以说，市值和管理问题的关系很弱。我们可以去具体了解公司管理上有没有问题，但不能推论出市值大了就一定有管理问题。

当然，苹果真正的问题是，乔布斯去世了。这个问题对公司的影响不在我们的分析之列。这里只是要说，公司市值大小和股价涨不涨的关系可能没有那么大。

@汤猫：不太同意方丈的观点。股票价格要涨，归根到底还是要资金来推动的：市值太大了，涨起来就难些；预期一致了，超预期超额收益就难。以上不特别针对苹果公司。

@ happy3132：非常认同。苹果依靠iPhone、iPad、iOS、App Store构筑的“护城河”暂时还没有其他企业能够跨越。苹果的市场占有率还有提升的空间。我觉得苹果的风险是，未来能否继续推出强大的产品。

（1）新产品销售不佳；（2）利润率下滑；（3）竞争对手推出更强大的产品冲击苹果的市场份额。如果苹果只是躺在功劳簿上睡觉，就像前几年的诺基亚，那它的市值就是高位了。

@slowsnow：苹果成为最大市值的公司不奇怪，它可能是这个地球上人均消费额，或者平均家庭消费额最大的品牌产品，苹果的盈利能力极强。要买iPad的人很多，现在不知道买以后可能会买的人也不少。iPhone和iPad的消耗速度也比一般家电快得多。

@weald：如果苹果产品一如既往地深受大众追捧，新老用户越来越多，产品覆盖面越来越广，那么公司价值就会继续攀升。至于苹果的拐点何时到来，请耐心等待。

@Niels：iPhone的热销其实有自我实现的因素在里面，一旦持续两代产品低于消费者预期，销量下降的速度可能会比较快。自我实现指两方面：一方面，iPhone有很大一部分靠运营商补贴，而运营商肯补贴的理由就是iPhone相比别的智能手机优势明显，作为差异化手段吸引用户很有效，但渐渐看到运营商表示补不起了，一旦iPhone的吸

引力下降，运营商的补贴力度一定会减弱；另一方面，苹果的关注度太高，iPhone/iPad的热销有口碑效应，如果产品不行了，也传播得很快。

◆ 谈公司扩张

定价权可以保住利润率，但是无法带来持续的每股盈利增长，只有规模扩张才能实现持续的利润增长。那么规模扩张可能有几种：

（1）市场边界扩张，比如地方品牌变成全国品牌、美国品牌变成全球品牌。

（2）公司经营品种和业务的扩张。这是很多公司在做的，比如跨行业发展、全产业链发展，但结局大多不尽如人意，愿望是好的，但公司也得有相应的能力圈呀。

（3）技术创新、商业模式创新，新的产品和服务替代旧的产品和服务。比如，互联网替代传统媒体，电子商务替代传统渠道，连锁经济型酒店替代招待所，家电卖场替代百货商场家电专柜。

（4）生活水平提高、消费升级产生新需求或者需求增量，比如过去10年中国的房地产、汽车，再如大家喜欢说的茅台、红酒。

哪种机会容易抓住呢？

◆ You ask me, I ask who?（你问我，我问谁？）

如果一个股票投资者总问你：这只股票怎么样？现在这个价位买入可以吗？

那么你唯一应该做的事情就是，劝他退出资本市场。

如果在一段相对较长的时间内，一个人在资本市场上赚了钱，那么至少70%应该归功于他在与人性弱点的搏斗中取得了胜利。斗倒了谁？斗倒了贪婪、恐惧、懒惰、自欺欺人。

投资者只能在自己确信的判断上赚到钱，别人提供的信息和观点对投资者来说都只是信息，判断得自己做。

同样的道理，一家公司应该做什么、怎么做，只有发自企业家的内心，才有可能真正地成为公司的战略。任何外部建议都只有信息价值，而无判断价值。

所以我不是太理解，一家强大的公司，为什么要到处请教山寨专家，询问应该做什么、怎么做？

对此，善意的理解是：这只是公关行为。如果是这样，只是一帮“山寨”专家被忽悠了而已，后果并不严重。但如果企业家真按照这些专家的建议行事，那这家公司危矣。

◆ 也说说“万宝华之争”

股东“好不好”，股东的决定“对不对”，是私人领域的问题，别人没有办法，也伤害不到别人。公司治理上是否尊重股东权利却是公共领域的问题，契约精神受到伤害，整个社会都是受害者。

@ny--： 点赞。该让资本说话的时候，资本说话即可。至于资本的决定对否，那是资本说话的结果，风险自担。其余皆为多余。

@阳自东来： 独立董事不操董事长的心，至少该操董事的心。倒是大股东的心，特别是大股东自己的家务事，是不需要董事长或者董事们去操心的。读书人的公义是能透过表面看到背后的真实。应该先自问是否有这个能力，而不是人云亦云。

@安澜Joy：万科管理团队的无奈正在于此，几十年的优等生，靠最接近契约精神的打法发展到今天，由于轻视和疏忽，一招不慎而被其他股东逆袭，进而被驱逐出局，怎能不令人唏嘘。

@ 黄建平：不按照股东大会的决议行事才是违反经济规则的，大股东能够代表全体股东吗？现代董事会制度就是为了制约大股东专行行为才发明出来的，是不是帽子扣得有点儿大？再说万科管理层还是小股东呢。

◆ 在奥马哈㊟能学到什么

既然说大家来奥马哈是来学投资的，那么投资是能学到的吗？

让巴菲特给你推荐一只股票？凭什么？巴菲特跟你又不熟。如果抱着这样的想法，我觉得还是趁早退出资本市场，把你的钱交给专业的资产管理人员去打理，比如购买巴菲特的股票。当然，并不是每个资产管理者的水平都有巴菲特那么高，而且赚来的钱你要给他们分成，你还要交管理费。

知其然不知其所以然，是很难赚到钱的。也不是完全不可能，美国就有个黑人老太太，持续跟踪巴菲特的仓位，赚得不少。但这有一个前提，你得全信，完全放弃自己的想法。这其实等于做了一个不用交管理费的巴菲特仓位的ETF（交易型开放式指数基金）。

但这很难啊，大部分事情都坏在将信将疑。那么有什么是可以学的呢？

技术可以学。据说摩根大通有一个本领，瞅一眼资产负债表，就能看出这家公司有什么毛病。

可能摩根大通是个天才。不过这是个技术活，只要经过专业训练，并且有足够的经验积累，不难做到。专业的CFO、会计师就是做

这个的。

还有很多技术层面的东西是可以学到的。比如根据一些商业数据判断行业趋势和公司的经营状况，比如在多个市场、交易品种“失真”的价格相关性中寻找套利的机会，以前有个长期资本管理公司就是做这个的。

那么去奥马哈能学到这些吗?

我看了一下，好像奥马哈没有商学院，巴菲特也没讲这个。这是商学院非常成熟的课程，不劳巴菲特讲。所以我相信绝大多数人不是到奥马哈来学这个的。

那巴菲特讲些什么？今年又有什么新鲜的内容？其实巴菲特讲了几十年，没什么新鲜的内容，就是以下几点：

（1）投资就是买公司。

（2）投资就是买好的商业模式。

（3）投资就是买好的团队。

（4）投资就是买好的价格。

字面上理解起来没有那么难，但真正在市场上的人知道，要信并不容易。

这就不是能力问题、智力问题、经验问题，而是方向问题了。

每个人初入资本市场，都会面临方向性的选择：你购买一只股票，是预期别人会以更高的价格从你这里买走，还是认为它的价格低于它的价值?

如果你选择的是第一个方向，那么你可能永远无法理解和信服巴菲特的哲学。如果是后者，确定的方向加上逐步的领悟，应该能理解和接受。

这就不是简单的学习了，而是悟和实践的问题。我觉得并不是每个去奥马哈的人都是第二种人。所以，并不是每个人都能学到。

@竹小爸凯文：关键是好价格，看许多同学把价值投资与长期持有等同。没有好价格作为前提，长期持有是灾难。

@许志宏：我看看我的持仓，咋觉得我是两种人的合体啊？买奇虎360的更像第一种人，买搜狐的属于第二种人。

@Danielz：买伯克希尔·哈撒韦的目的应该都是希望别人以更高的价格从你这里买走，因为它从来不分红。或者说，我期待有朝一日，股价加上历年分红能体现我今天给它估的价值，然后有人以这个价格从我手里买走，这应该还算是第一种人。

@我是任俊杰：这应当是一个很好的问题。表面上看，我们的回答会涉及时间——短期和长期，但由于必定也会提到价格，因而还是会让问题变得扑朔迷离。然而，时间问题确实可以揭示出两种完全不同的投资思路：① 买就是为了卖，以便让自己尽快赚取差价或赚取更高的差价；② 买公司，不考虑其短期价格的走势，相信只要企业一直优秀（10年、20年、30年，甚至更长时间），市场定价一定会做出回馈（注意两者的差别，前者关注的是市场，后者关注的是企业）。为何后者还要涉及价格？那是因为你在所投资企业中的财富需要以股票价格衡量或评估（当然也包括当公司不再优秀时的及时换手）。因此，尽管“企业投资者”最终也会考虑价格，但与“股票交易者”已有本质上的不同。

@大道无形我也无形：我不懂技术，我觉得价值投资或者去奥马哈应该学的是实事求是的精神，一分二、二分四、四分八、八分十六、十六分三十二，直到不能再分。每个人分的方式都不一样，但必须严格按照自己的条件分完。这些都做到了，能不能算价值投资刚入门？

@第二世：很好的股票很难被低估，因为大家都看好它。这样一来，我们投资的机会就会很少。比如2007年年初我进入股市，当时市场上并没有特别被低估的股票，如果无所作为，等于放弃了10年内最好的机会。两年后才有这样的机会，其间的时间成本亏损该怎么办！

@云小纾：股票报价相对内在价值通常有三种状态：低估、合理、高估。

对于有能力持续产生增量现金的公司，只要能控制住自己不是在高估时买的，就能取得比大多数人高的回报。如果能碰巧（请注意是碰巧）在极低的价格买入，自然会有惊人的回报。

◆我们去找白送的公司吧

2011年的欧债危机会严重到什么程度？中国经济会不会“硬着陆”？股市会不会“二次探底”？

这些问题绞尽脑汁也搞不清楚吧？如果搞不清楚，不如换个思路，从公司估值的角度思考。我们看看能不能找到符合下面条件的公司：

（1）公司持有的净现金超过市值。

（2）公司业务正常开展，不会碰到“九城丢了魔兽”注、UT斯达康的小灵通突然“熄火”这样的灭顶之灾。

（3）公司持续盈利，现金流是正的。如果像视频网站一样，业务还在烧现金，那就得悠着点儿。

（4）盈利要达到一定规模，市盈率不能高于20倍，就是要保证公司不会轻易扭盈为亏。

如果符合这些条件，现价买入其股份，就可以理解为公司业务是白送的。

很划算是不是？很安全是不是？如果发现这样的公司，来讨论下行不行？

@空白者：对于普通投资者，跟随市场趋势、寻找波段才是王道。2008年抄底招商银行，今天是否安好？抄底万科，今天是否安好？一切都需要跟随市场趋势去做，这不是股价的趋势，而是基本面的趋势。

@不明真相的群众：便宜的好公司当然好，但通常好公司都不会很便宜，那么什么时候是好的买入时机呢？这个问题比较考验人。它没有“白送”这样好操作的硬指标。当然，实际上我的主流持仓还是好公司。

@weald：如果有实打实的便宜货，公司高管和关系户早就下手了，要么等到股市大危机时再找。个人看法是，市盈率不高（12倍以下）、业务稳健、持续盈利、现金充沛、含金量高的网易和中海油，可称得上现金牛。

@alexnyang：网易亦曾经因为造假风波股票被停牌，股票价格降到每股0.2美元。其实造假账有两种，一种是故意造假，这是最恶劣的；另一种是不熟悉上市规则导致财务报告不透明、不规范、不及时。

其实，我唯一害怕的就是造假，因为在2008年，我购买并持有造假公司的股票，导致我的账户损失达80%。但是，凡事都是有风险的。

@不明真相的群众：听一个基金经理谈中国股市，主要观点如下：

（1）龙头公司股价虽较最高点有所下滑，但是股价尚佳。（2）小市值公司股价跌幅惊人，估值已经接近或者低于2008年经济危机的水准。

能不能投资这些公司？不确定它们的股价会不会继续下跌，但是长期来看，以后股价肯定能在现在的水平以上。如果要投资这些公司，要注意5个问题：

（1）公司治理。要有好的治理结构，要有称职的外部董事和审计师。规避造假的风险。

（2）公司所处行业。有足够规模的市场，或者增长中的市场。

（3）公司在行业里的领导地位。

（4）持续稳定的盈利。

（5）足够低的估值。



公司语录

（1）我觉得有一点可以确定：格雷厄姆式投资法不适用于“开曼公司”（大部分中概股），切记，切记。这条教训值100亿美元，现在免费送给大家。

（2）行业级的业务，公司部门级的资源，这种配置一般来说是悲剧。

（3）人工智能估计很难成为一个独立的产品，它只能在各个具体的应用场景中作为一个效率提升的工具。

（4）困境反转的前提条件是企业治理方面没有变坏。如果治理变坏了要反转，那是无稽之谈，只能考虑清算价值了。

（5）电子商务正取代广告成为互联网公司的主流盈利模式，互联网商业模式正在发生颠覆性改变。这种改变给整个互联网行业带来的发展是爆炸性的，是超乎想象的。

（6）视频网站将占领客厅，取代电视；视频广告将取代电视广告；异步点播将取代同步直播。视频网站前途无量，就是不知道未来是谁的。

（7）是否以自主用户为主，可能也是划分互联网公司和非互联网公司的一个标准。淘宝是以自有用户为主，所以是互联网公司；很多电子商务公司完全是买用户，那么其实并不算互联网公司，而是销售渠道类公司。自有用户意味着获取用户的成本较低，利润率较高。

（8）产品好、市场份额低的公司是最好的投资标的。

（9）电视台的传统盈利模式是品牌展示广告，卖时段给电视购物公司是效果广告，自己卖商品是电子商务。

（10）所有行业都面临根本性的问题：1）用户体验差异小，导致竞争激烈，行业集中度低，成本高，利润率低；2）CPM广告转化率低，广告主投放意愿不强。

（11）所有的门户网站都面临很多问题。主要原因是：1）用户上门户网站的诉求（浏览资讯）与网站的商业目标（通过广告将用户转化成其他商品的购买者）完全不匹配。2）门户网站缺乏搜

索这样一个满足用户个性化需求的功能，也缺乏像UGC网站那样可以发表内容并提高粉丝转化率的机制。

（12）互联网产品，尤其是2.0产品是这样的：第二名没有意义。

（13）微软派息了，没涨；思科派息了，没涨；甲骨文派息了，涨；IBM（国际商业机器公司）派息了，涨。所以，公司能否发展和是否派息没关系，只和业务本身的发展有关系。微软的问题就是它的盈利模式是单机时代的模式。

（14）当一家公司“不对”的时候，做很多“对”的事情都会变得不对。什么是“不对”呢？最核心的是没有信心、没有方向，其判断不是发自内心的。

（15）分红表示公司现金过剩，资金对公司的价值在下降，所以投资的回报率也会相应地下降。只有在公司特别需要钱的时候，你把钱投给它，才可能获得超额回报。雪中送炭赚大钱，坐地“分赃”喝点儿汤。

（16）门户网站利润率不高也是商业模式决定的，任何一家门户网站都无法提供完全差异化的体验，利润率当然就下来了。

（17）互联网产品可能形成的“护城河”是：1）独特的功能或者体验形成的用户访问习惯；2）交互沉淀下来的用户关系；3）UGC行为换来的个人虚拟资产，比如用户在网站上写的文章、上传的图片，以及在网络游戏里积累的经验和名号。

（18）在做投资决定的时候，财务报表所占比重不大。我们说好的投资是投好的行业、好的公司、好的价格，在判断这几个方面的问题时，财务报表能起到辅助作用，但肯定不是我们了解行业、了解公司、判断价格的唯一指标。看财务报表，也并不是说亏损的公司就不能投资，或者说市盈率几十倍就一定很贵。有时候，亏损

的公司很便宜，市盈率几百倍的公司也很便宜，而3倍市盈率的公司却有可能很贵。

（19）中国的银行业也是个奇特的存在，它的治理结构恰好给用户提供了全球最好的银行服务。

（20）任何资源依赖型的商业或者企业，注意力都会在资源的获取上，而不是产品服务的创新上。这就像开采石油的国家一样是很难有什么商业创新的。

（21）收智商税的商业模式是最棒的。

@ 南天云：方丈主要是警告：中概股的私有化价格貌似给了个保险价格，但在市场博弈中，相当于设定了股价的天花板，对空头来说也是一种保险。而很多人以为股价跌这么多，套利空间如此巨大，烟蒂上的烟头还这么长，不捡起来简直暴殄天物。其间股价越跌越有人用融资额买入，直到被爆仓。

@ 陈达：第一条可以算是方丈说过的最值钱的三句话之一。

@ 风临火山：“开曼公司”的小股东是待宰的羔羊。股票价格是被低估的，但是大股东可以以极低的价格强行买走你手里的股票。

@ 不明真相的群众：恒隆广场的星巴克根本就没有座位，所以一定要深刻理解一家赚钱的咖啡店的本质。区别在于卖咖啡还是卖座位。大部分咖啡店是卖座位。

@ 梁剑：这就是为什么星巴克的咖啡在中国比美国卖得贵。

@ 金城湾：腾讯员工买自家股票吗?

@ 不明真相的群众：腾讯吃亏在公司上市早，大部分员工的股票太早获得了流动性，然后就卖掉了。认识自己所在的公司，拿住自己

所在公司的股票，并不比外部人更容易。

@ 阿汤：什么公司有可能私有化呢?

@ 不明真相的群众：

（1）估值便宜。减去现金，市盈率超过10倍就没什么戏可唱了。

（2）账上现金充足，私有化后好还贷呀。

（3）有绝对控股的大股东，公司才有足够的股票拿去抵押。

（4）这个公司的老大，得是有本土情节的。国际派的公司，估计更乐意在国外上市。

如果有一个标的，买得并不是那么舒服，那么随着持有时间的延长，这种不舒服感就会越来越强烈，直到有一天把它卖出了，就舒服了。能让自己舒服的标的，是很少的。

@ 酱骨架：就跟婚姻一样。

@ 柳下渔翁11：主要是股价不涨，所以你不舒服，要是涨了，你就觉得很舒服。如果判断不出谁将胜出（这确实很难），那就投资那些已经胜出的，这相对容易一些。

@ StarringLu：请问方丈，如何把握科技股投资的确定性?

@ 不明真相的群众：很难把握，你需要了解行业和用户需求，了解产品和商业模式，了解公司治理结构和实际控制者的人格品性。

@ xvqingshan：请教怎么看超跌股?

@ 不明真相的群众：那得看是因为什么原因跌的。理论上说，如果一家公司经营失败，股权是可以归零的，所以无论怎么跌，都不能说是“超跌”。但有时候，公司只是遇上可以克服的危机，投资者的情绪有可能放大这种危机，导致股价低于公司的价值，这时候“超跌”就

可以成为很好的买入时机，可以参考巴菲特买运通股票的事例。所以，最核心的是你有能力判断公司的价值，从而判断是不是“超跌”。当然，如果有一个“壳”价值的兜底，这个“壳”价值也是浮动的，就很难判断。

@ StarringLu：我觉得变化快是巴菲特不投科技股的原因，我自己也没想好怎么解决这个问题。

@ 不明真相的群众：有可能这是一个认知误区，有些你认为不变的行业却能变化很大，有些你认为变化很大的行业却一直没啥变化。

---

1. TMT指科技（Technology）、媒体（Media）和通信（Telecom）。——编者注
2. 夹头指价值投资者。——编者注
3. 毛估估是上海方言，指大概估计、估算一下。——编者注
4. 烟蒂型指的是本杰明·格雷厄姆提出的烟蒂型投资理念，其核心是注重投资的安全边际。——编者注
5. 奥马哈是巴菲特在美国居住的小镇，每年的巴菲特年会（伯克希尔·哈撒韦股东大会）在奥马哈举行，此处指巴菲特年会。——编者注
6. 指第九城市不再拥有网络游戏《魔兽世界》的运营权。

第三章
认识自己

对于市场上99%的玩家来说，通过提升自己的选股、择时能力获得超额收益，是一辈子都不会成功的。相反，降低自己的收益预期，明确自己的波动承受能力，通过资产配置将投资组合的净值波动控制在心理承受能力之内，获得长期稳定的回报，则是可行的。

股市众生相

◆ 在股市你能做的三件事

在股市上，整体而言，你可以做三件事情。

（1）琢磨别人，猜他到底会买还是卖、他会多少钱买多少钱卖。这个“别人”，包括大家经常说的神通广大的“大小非”“机构”“庄家”“国家队”，以及更多像你我一样坐在电脑前的小散户。这些“别人”有多少呢？全中国大概有5 000万。

（2）琢磨公司，看看这公司值多少钱。公司有多少呢？全中国大概有3 000家。

（3）琢磨自己，想想自己到底是啥人，知道些啥，有什么过人的本事，凭什么能在市场上赚到钱。这个自己有多少呢？只有1个。

那么，是琢磨5 000万交易者容易，还是琢磨3 000家公司容易，抑或是琢磨自己容易？

以我“赌博”多年的经验，琢磨公司和自己的人很多是赚钱的，琢磨别人的人很少有赚钱的。包括世界上炒股赚钱最多的人，也是只琢磨公司和自己的。

但市场上大多数人喜欢琢磨别人。

为什么呢？大概是因为琢磨别人本身是永远没有答案的，所以很容易着手，琢磨一辈子，把本金亏光了，都还可以琢磨下去。

琢磨公司看起来就有点儿难，99%的人看一下财务报表的耐心都没有。

琢磨自己难倒不难，主要是需要勇气，因为琢磨来琢磨去，自己就是个资质平庸、见识匮乏，对大多数事情一无所知的人啊。

不过别急，等你琢磨明白这一点的时候，就已经离赚钱不远了。

@宁静的冬日：我听说过两个琢磨自己的人，一个是约翰·博格，另一个是巴菲特。前者看透了自己琢磨不懂公司，只能做个追踪指数的基金玩，顺便让其他跟自己达成共识的人一起玩，大家一起赚点没前途的小钱。他的基金规模2016年已经超过了当年德国的GDP总量。后者发现自己在几千家公司里面还能弄懂那么几个（经过五六十年的累积，最近他说已经能懂四五十个了），但就靠守在自己能懂的小圈子里，赚了几百亿美元——真正能琢磨清自己的人，不会离赚钱太远。当然，最常见的情况还是一边说我已经琢磨清自己了，一边说我知道北京的房价肯定还要涨。

@ 阿土哥a：我目前就属于只研究自己，连公司我都不研究了。基本上我觉得大部分人研究公司并不能创造超额收益。花了很多心血，交了很多学费，才知道自己很无知，但当我知道自己很无知后，才发现开始赚到钱了。

@ 不明真相的群众：您又开始琢磨别人了。琢磨别人本身就是不靠谱儿的事情，琢磨别人的动机，那就是世界上最不靠谱儿的事情。

@ 戴维斯双击：

补充一下：

（1）大部分股民是啥都不琢磨，听着消息买卖。

（2）琢磨别人的几乎都是技术派，琢磨上市公司的几乎都是基本面派。这两类人中都有成功者，但大部分人都失败了。这两类人吵了100年也没吵出啥结果。

（3）其实最关键的是要先琢磨自己，自己的能力圈是什么？自己的持股耐心和面对亏损的心理承受力有多大？建议没想明白这些问题的人先退出股市，因为对这样的人而言，赚钱是运气，亏钱是必然。

◆ 为什么你在股市上赚不到钱?

☐ 一、你的本金太少

本金1 000万元 年回报率12%	本金100万元 年回报率12%	本金1万元 年回报率12%
120万元的盈利基本能让一个家庭过上很体面的生活	12万元的盈利可以改善大部分家庭的经济状况	1 200元的盈利就只够买一个便宜的手机

图3-1 本金规模差异的回报对比

☐ 二、你对投资回报率有不切实际的预期

你希望自己的年化收益率是多少?

沃伦·巴菲特 20%　詹姆斯·西蒙斯 35%　乔治·索罗斯 20%　大卫·斯文森 16%

图3-2 知名投资者长期年化收益率对比

图3-2是四名全球顶尖投资者的年化回报率，你能跑赢他们吗？

如果说能，那么有两种可能：要么你是一名被世界遗忘的天才，要么你对自己的认知与客观事实有很大偏差。

不切实际的预期往往是导致悲剧的根源。在投资上，过高的回报预期通常导致的是频繁交易，希望抓住每一次上涨，避免每一次下跌，结果不但没有实现预期的目标，反而让交易费把本金割掉了。

归根结底，投资者长期的资产回报率很难超越投资标的净资产回报率减去摩擦成本。上市公司的净资产回报率中位数在8%～12%。

建立在现实回报率上的投资行为有意义吗？结论是：有。

顶尖投资大师20年年化回报率对比见表3-1。

表3-1 知名投资者20年年化收益率对比表

金额单位：（万元）

起始资金	年化回报	1年	3年	5年	10年	20年
100	固定存款	101.5	102.75	107.7284	116.054	134.685 5
100	12%	112	140.492 8	176.234 1	310.584 8	964.629 3
100	20%	120	172.8	248.832	619.173 6	3833.759 9

□ 三、你做了错误的事情

1.以为自己在投资，实际在“赌博”。

赌博的特点：

（1）享受不确定性、下小注、获得乐趣，输了最多影响心情，不会影响个人、家庭经济状况。

（2）行为特征上表现为随意。

投资的特点：

（1）追求确定性、下大注、规避风险、获得收益，争取改善个人、家庭经济状况。

（2）行为特征上表现出严谨和系统性。

必须承认，大多数人进入股市，本质上是为了获得乐趣，所以行为方式更接近于赌博，但是筹码的体量一定要与行为的本质相匹配。

市场上最可笑的事情是用投资的精力管理赌博级的资金。

市场上最可怕的事情是用赌博的办法管理投资级的资金。

什么是投资级的资金？我认为超过年薪或者家庭一年的现金支出，就算得上是投资级的资金。

2.瞎子摸象式的选股

当你沉迷于股票基本面研究的时候，一定问自己两个问题：我所看到的，是不是别人也都看到了？是不是还有很多是我没看到的？

对公司基本面的研究，本质上是对商业的研究，对人的知识量、逻辑能力、思维方式的独特性有极高的要求。在这方面的进取精神是值得尊敬的，但不得不承认，绝大多数人的成就都乏善可陈，在精力投入有限的情况下尤其如此。

同时，注意一下基本面与股价的非线性关系，图3-3是工商银行上市以来股价与每股盈利的变化。我暂时还没有发现这两者之间的关系。这种非线性关系也会给基本面研究带来极大的困扰。



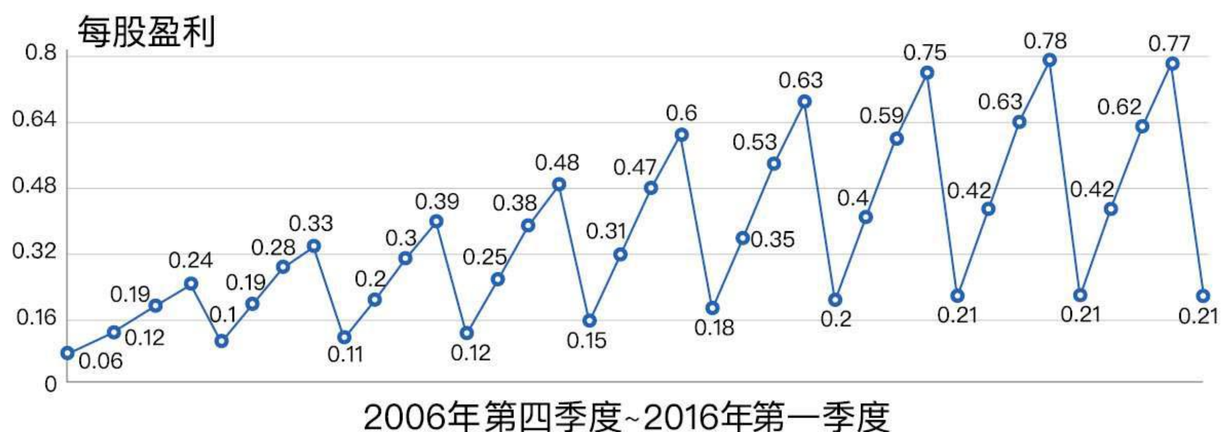


图3-3 工商银行A股股价走势与盈利增长对比图

如果没有能力选股，那么应该怎么办呢？可以用资产配置替代选股。

图3-4是雪球上一个叫$A股版全球投资（ZH350409）$的投资组合净值。可以看出，这个组合过去一年的回报率在12%左右，波动比较小，在单一市场（A股）股指出现大幅调整的时候，表现平稳。



富国天丰 10.53% SZ161010	易基岁丰 14.07% SZ161115	标普500 7.10% SZ161125	广发聚利 11.33% SZ162712
香港中小 12.07% SH501021	红利基金 16.53% SH501029	华宝添益 0.08% SH511990	德国30 4.36% SH513030
中概互联 9.19% SH513050	纳指ETF 8.70% SH513100	黄金ETF 5.95% SH518880	

图3-4 A股版全球投资组合收益率走势图与持仓图

查询它的成分股，可以发现它涵盖了股票、债券、黄金等多个资产品类，股票种类又包括中国、美国、德国等多个市场，可以说是一个典型的大类资产配置组合。

长期来看，股票的收益要高于大部分资产，但为什么要配置其他品类的资产呢？这是因为股票的价格波动比较大，不同类的资产有非相关性，多元化配置可以在一定程度上对冲风险、平抑波动。

波动本身不是风险，但如果波动超出投资者的承受能力，就会造成实质性的损失。

3.弄巧成拙的择时

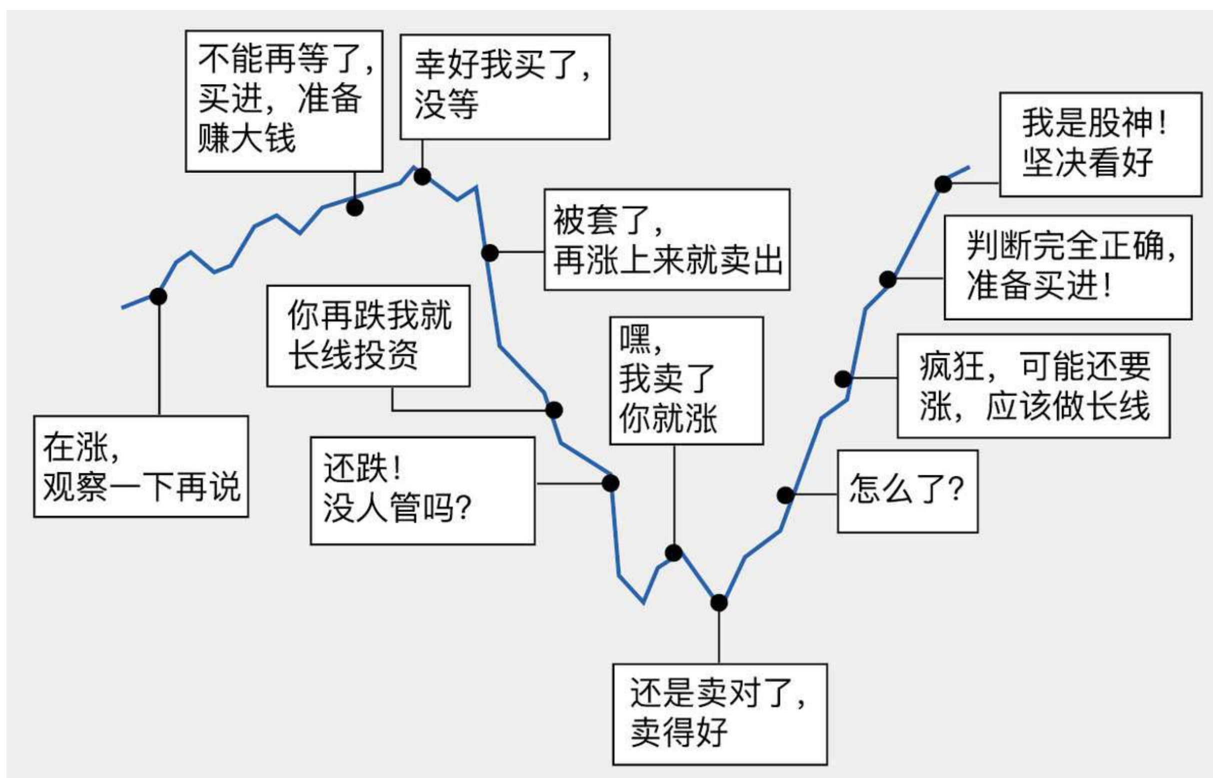


图3-5 股价与心理波动变化示意图

不得不承认，大部分择时创造的是负收益。包括很多人说基金让自己赔钱，这通常是一个认知误区，其实不是基金让投资者赔钱，而是自己购买、赎回基金的时机让自己赔钱，大多数人都是在牛市中后期进入市场，买入股票或者基金，在熊市接近触底时卖出股票或者赎回基金，这可以说是逆向择时。

熊市卖出股票、赎回基金，本质上就是投资组合的净值波动超出了心理承受能力所致。提升对波动的承受能力跟提升选股能力一样艰难，所以，通过资产配置平抑波动是非常有必要的。

避免逆向择时的另一个办法是定投，即把可投入资金平均分配在时间轴上。

坚持定投也不容易，所以最好是让系统来帮助你，比如选择具有定投功能的基金购买渠道，每个月从工资里定期扣除，才可能长期坚持下来。

总结经验就是：对市场上99%的玩家来说，通过提升自己的选股、择时能力获得超额收益，是一辈子都不会成功的。相反，降低自己的收益预期，明确自己的波动承受能力，通过资产配置将投资组合的净值波动控制在心理承受能力之内，获得长期稳定的回报，则是可行的。

@ 酒金杀场醉： 市场上最可笑的事情，是用投资的精力，管理“赌博”级的资金。市场上最可怕的事情，是用“赌博”的办法，管理投资级的资金。

@ 不明真相的群众：从认识到自己的愚蠢开始，世界就豁然开朗了。

@股为： 一个简单粗暴的判断是：不择股，你基本跑赢了50%的人；不择时，你基本跑赢了75%的人。这也符合巴菲特说了无数遍的观点：指数基金定投是适合大多数人的投资方法。

@爱学习永不变： 说出了投资的残酷。但是问题来了，认为自己不行不意味着“蛋卷”行。

事实上，自己选股不行的，选基金经理也不行。既然90%的基金经理也不行，不如买指数。

@邢台草帽：

（1）通过比较降低预期。（无比正确）

（2）揭露投资行为的误区。（无比正确）

（3）外加中间插入的“鸡汤”。（非常好喝）

这些投资“鸡汤”既然又正确又好喝，那接着推出的“蛋卷”肯定也是又正确又好的。这个思维联系堪称营销典范。

@平常心投资：聪明人在股票投资中失败，绝大多数都是因为无比正确的逻辑。因为不经意间被逻辑之美深深吸引，所以忘记验证前提条件能否成立。

@亿利达：没有牛熊，只有牛股。大盘从2 638点以来，还是有不少股票价格翻倍了，主要集中在养殖、黄金、新能源汽车的锂电池、充电桩、OLED（有机发光二极管）新材料和稀土板块。而酒类和消费升级的优质家电公司的股票创了新高。尽管指数才到2 850点，还是有近200只股票创出了5 100点的新高。把握结构化行情，研究基本面很重要。

@救生队山姆队长：不赚钱的原因是本金太少、瞎折腾、恐惧、贪婪。

定投指数能够克服人性的弱点，可以节省精力以便更好地赚钱。

◆为什么你能在股市上赚到钱?

@黄阿牛：

（1）赚社会发展的钱，这是最主要的来源。人类发展历史告诉我们，经济总是波动向上的。买入几只稳定盈利、稳定分红的公司股票，排除其中可能短期破产、业绩大幅下滑、估值过高的公司，最终会获得一定的社会发展收益。

（2）买入有收敛期限的折价资产，等待折价的收敛。这是做收益增强的，只有在市场暂时失效时才有。比如历史上的封闭式基金（到

期收敛）、2015年的分级A（分级基金A类份额，按B类融资成本，预期7年收敛，因为波动大，收敛速度实际更快）、期指注贴水等。各种套利，本质上也是赚取其中的折价。

（3）赚波动的钱。通过配置大类资产，定期平衡，获取一定的波动收益，还有就是同质品种的轮动。

（4）“薅羊毛”。比如持有股票吃股息的同时还能摸奖打新注。

@ 一休hk：

（1）在市场有效的情况下，投资者赚取社会平均资金成本的钱。和去银行存款类似，但由于股市的不确定性更强，平均资本回报率要高于银行存款和国债。

（2）在市场无效的情况下，投资者有机会赚取超额收益（遭受超额亏损）。市场无效又分为以下几种情况：第一，投资标的获得超过预期的有利变化，比如公司盈利超预期增长、公司治理结构改善、公司大比例分红或回购、公司的卖壳行动、利率基准的变化导致固定收益类投资标的的有利变化。第二，投资标的本身没有出现有利变化，但是由于交易对手的错误行为，导致投资者赚钱，如对手方被强制平仓、对手方判断失误错误交易等。第三，投资者本身出错，但是找到判断错误更严重的对手方，投资者仍可以赚钱，这种情况也称“傻博”。

实际上，由于市场一般处在半有效状态，即：在空间上，市场对有些标的的报价是有效的，对另一些标的的报价无效；在时间上，有时候市场对标的的报价有效，有时候则报价无效。综上，投资者的赚钱、亏钱行为，基本上是综合了以上几种情况。

@ 我是郭大帅：

（1）享受经济增长带来的财富增量，在市场估值相对合理的时候买入并持有。如果力所能及，则选择到具体的公司去，此为战略性的仓位。

（2）在市场明显有愚蠢表现的情况下，做一些战术性的仓位调整，增加收益。

总之，第一点可以帮你赚钱；第二点可以扩大战果，但是第二点必须以第一点为基础。

@ 唐朝：

（1）因为偏执，只要是自己下注的地方，就一定深挖坑，扒皮看公司的本来面目。

（2）因为胆小，没有公司“裸体”可看的场子，坚持不下场。

@ 格格巫的黑色城堡：进入股市之前问自己以下几个问题：

（1）我有闲钱吗?

（2）预期收益和可承受的最大亏损是多少?

（3）基本能满足条件（2）的标的有哪些?

（4）目前有能力投资（投机）条件（3）中的标的吗?

（5）是否有足够的耐心和纪律?

做到以上几点，基本不会亏钱，机会来了也能赚点儿。

@ 夜落满星：

（1）股票市场上有很多优秀公司的股票可供交易，这些优秀公司往往在市场中处于领先地位，所以它们的名字也耳熟能详，在2 000多只股票中找到它们并不难。

（2）不论公司上市与否，它成立的目的就是通过提供产品或服务赚取利润。优秀上市公司的长期ROE（15%左右）不仅高于一般公司，而且高于通货膨胀的速度（3%左右）。这就为我们在股市赚钱提供了可能性。

（3）如果买入这些优秀公司的股票，就相当于拥有了公司的一部分。虽然中国的“市场先生”通常要价较高，但只要有耐心，他总会在现在或将来的某一天，以合理甚至打折的价格卖给我们。

（4）我们持有的这些优秀公司的股票，会随着时间相应地增值，直接表现为分红和股票价格的上涨，也就是说，我们从股市里赚了钱。

（5）“市场先生”还是每天会给我们一个报价，在这个过程中，如果我们及时发现了自己的错误，就可以通过卖掉股票来修正错误，避免产生永久性的损失。

（6）聪明的人还会发现打新、套利等低风险的赚钱机会。

◆ 让你赚得最爽的股票是哪只?

@ yu4ever：1997年在GILD（吉利德科学公司）工作，不懂股票，反正觉着便宜，每股才8美元左右，看一下前复权，相当于现在的每股0.5美元。后来公司合并，突然股票就涨了。莫名其妙地赚了点儿钱，可惜后来卖光了，没赚100倍。

@ draupnir：2003年MBA（工商管理硕士）毕业后开始在华尔街做分析师。作为团队里唯——个中国人，我力推买入网易，令我在

那家公司一举成名。直到我离开，投资组合里都还有网易，不知道现在他们卖了没有。

@ 黑暗时代：当年还在国企打工，大家都炒股，买了“吉林化工”，中午正在睡觉，突然同事过来说股票价格翻倍了，起来一看，当天涨100%，立马打电话委托卖了1 000股。从此再也没有买到过一天翻倍的股票。估计这辈子都没机会了。

@ 逝如风：2008年八九月的港股——“汇源果汁”，当时港股大盘已经下跌了不少，我那时通过操作手里A股市场的股票算是基本做到财务自由了，自信心爆棚，转进港股想去抄底，买进了大概100万元的“汇源果汁”，买进不到一周吧，某日突然公告可口可乐高溢价收购汇源，股价开盘暴涨160%多，开盘卖出获利160万元。

后面的发展证明这笔160万元的意外之财最终间接让我吃了大亏。因为抄底汇源大赚，一时自信心更加膨胀，抄底积极性无比高涨，抄了满手自认为便宜的标的，比如每股从二十六七港元跌到六七港元，跌幅近70%的玖龙纸业。

当然，后来港股发生的事情大家都知道，我从本来的财务自由身弄到必须推倒重来。那些本来认为到了地板价的股票，又砸穿地板坠入深渊。比如说那只已经高点下跌70%之后以7港元价格“抄底”买进的玖龙纸业，竟然又在“抄底”价的基础上继续下跌了90%，金融危机的谷底时，它跌到了每股0.7港元。

得到的教训就是：

（1）飞来横财不一定是好事，如果在股市里被莫名来的快钱砸到，一定要警惕自己因此而产生的心态变化和自我膨胀。

（2）财务自由一生实现一次就好了，得到了要珍惜，可以考虑收起“赌性”，危墙之下“高风险、高收益”的事情不干也罢。不然，不小心被迫第二次实现财务自由就尴尬了，经历过的人表示过程很苦涩……

@摩门2015：2008年每股1美元买的房利美最近开始赚钱了。这种意料之外的困境反转，激发了我重新做人的勇气。

◆让你亏得最惨的股票是哪只？

@那一抹梦想蓝：艾比森。当时对比整个LED（发光二极管）下游行业，包括利亚德、洲明科技、雷曼股份、奥拓电子，然后又看到一篇文章说市场欠艾比森多少个涨停，再加上艾比森有陈炜的投资，觉得老总比较可靠，真的没想到资本市场不是那样玩的，从股灾前最高每股78元到股灾发生后的最低每股19元，疼痛仿佛就发生在昨天，好的一方面是让我比以前更清楚地认识了市场。

@何指挥：中国平安。觉得好公司可以穿越牛熊，股灾期间一路跌一路加，跌到26元时脸都绿了，后来终于等到每股30元时割肉。没想到的是，好公司还真穿越牛熊了。

@滚o利：当初发现中核钛白自上市以来“跌跌不休”，某天底部放天量，我以为此股有庄家建仓，将暴涨，我便全仓杀入，却等来了从次日开始的连续跌停，后来场外资金推动千股涨停，我才侥幸逃脱，当时损失极为惨重，如今想来仍心有余悸！

@险夷原不滞胸中：2015年5月买的大北农，因为自己之前从事农牧业，大北农口碑一直不错，另外2015年生猪价格飙涨（当时在一家全国知名的屠宰企业做生猪采购），感觉随着生猪价格上涨，大北农业绩肯定不会差，结果买在了几年一遇的牛市顶峰，随后接连三次股市暴跌，股价也接近腰斩，最终被迫割肉出局。

@ -翼虎-：曾经亏得最多和赚得最多的是同一只股票——中国中冶，2009年新股申购中了1 000股，跟现在打新的兄弟们一样希望赚上一笔，没想到上市第一天才赚1 000元左右，于是舍不得卖就留着了。后来跌破发行价，就补仓，几年下来，一路从每股4元多补到每股1.5元，最后把其他股票都卖了，所有能投入的资金全补成中国中冶，从中签1 000股开始，几年下来买了近60万股，虽然成本降到每股2.2元左右，但依然亏损40多万元。2009～2014年持续5年阴跌，其中艰辛与痛苦可想而知。

最终苦尽甘来。2014年下半年，牛市来临，其间顶住了无数的压力（家人、朋友都劝我说好不容易解套了，赶紧卖掉），坚决不肯卖出，最终在2015年涨到每股6元时卖出，当时本来想做个波段，但回调幅度小了点儿，没来得及再次上车，结果一路飞涨到每股十几元。虽然没有卖在高点，但差不多赚了3倍而且是绝对重仓，所以这也是我赚得最多的一只股票。

◆ 你投资生涯中最“神”的一次操作是什么？

@ 瓷感白：买股票的前几年有过很多神操作，比如抄底抄在最低，几天赚15%这种。当然，也有过很多糟糕透顶的操作。现在的我已经不相信什么“神操作”了，重点放在找那些概率大于七成的机会，力求每次交易不亏损。追求稳定盈利比追求“神操作”重要得多。

@ 奥巴巴：中国石油A股上市首日，当时在出差，宾馆停电，无法上网，我硬是通过剩余电量不到20%的笔记本和无线上网卡，在集合竞价附近以每股47.5元的高价抢入了3手“亚洲最赚钱公司”的股票。

当时空气中弥漫着不买中国石油就亏了的论调。先有大盘股中国神华暴涨，后有中国石化冲高到每股20元附近，加上巴菲特持股概念，以及各类股评家的吹捧，感觉砸锅卖铁都要买中国石油，不买就错过了千年一遇的机会。

后来的结果大家都知道了。终于熬到每股25元割肉，我的事迹在单位股友中被传为“佳话”，以至于看到中国石油的加油站，都有股友对我开玩笑说：“嘿，中国石油股东，加油有优惠吗？”

现在想起这件事才明白，那就是一个精心设计的局，设好口袋等散户冲进去接盘。

@ Derek_Leu：2012年读CFA（特许金融分析师）课程，在完全不懂什么是分级基金的情况下，听信了某位讲课老师的话，以每股0.4元左右买入了“申万菱信深证成指分级进取”（150023），没承想之后就开始一路下跌……结果一级考试也挂了，钱也亏了，学费也白交了，遂伤心地取关股票，拉黑了老师。

一年多以后再战CFA，在收到考试通过的邮件那天，我总结自己当年的辛苦付出时才想起那笔投资。一查，不得了，每股0.65元全抛了，收益6.25%，不仅学费和考试费都赚回来了，还明白了一点，持股真要捂得住啊！这些年炒来炒去的股票都没能跑赢这只。

@奥马哈之狼：2007年牛市，听了朋友的话买进一只消息股票，急急忙忙打错了代码的一个数字，结果当天我买的股票涨停，我朋友推荐的消息股票跌停。

@ 机-器-猫：十几年前上海石化从每股3.5元跌到每股2元不到，那天头昏眼花、跌跌撞撞地到营业厅准备割肉，结果一发狠，把剩下的钱全投进去了，然后一周就回本了。

@ 买入or持有：2008年年底我到账了部分资金，极度看好贵州茅台，就买了，结果把600519打成000519，全部买完也没仔细看，放心拿着了，2009年年底打开一看，买成垃圾公司了，赚了近5倍。

◆ 你定投时间最长的一只基金是什么？

@ 北溟有鱼1997：2009年9月，女儿上小学，想给她定投个基金作为以后的教育基金。南方中证500是9月底成立，就因为日期接近，觉得兆头好，选它。自己有强迫症，特别喜欢取整，所以是每月3、9、15、21、27日投5次，每月总共2 000。

刚开始的时候，南方中证500指数大体在4 000点，后来上过5 500多点，后来跌破过3 000点，曾经也怀疑这样无脑定投好不好，但看看前期从1 500点到5 500点那段，就相信这个高弹性的指数绝对适合定投。于是继续无脑。直到2015年，大盘涨得很快，心里有点儿不踏实，加上南方中证500指数也比较高了，在3月终止定投，前后总共投入65个月。2015年6月，外出学习考试，看盘不方便，加上大盘波动很大，心里不踏实，于是6月9日清仓。5年半时间，盈利13%。

现在也还看好南方中证500指数，不过更看好南方中证500增强或者南方中证1 000，已经开始小额定投，计划不少于5年，当然遇到高点一定要出来，希望到时候别“坐电梯”。

@ 印地安胖小男孩：2007年6 124点开始定投：

嘉实沪深300指数，收益28%。

景顺长城内需增长，收益32%。

工银核心价值混合A，收益41%。

以上三只均有期间赎回的，因此精确收益无法统计。

@ 物不足智不明：定投了几年广发中证500，2015年2月涨得太多，差不多翻番卖了，结果后面又涨了一倍。不过令人欣慰的是，现在又差不多到了当时卖出的价格。

结论一：基金和股票择时都不太靠谱儿，基金也一样多考虑资产配置。

结论二：指数一直东北向，有钱持续定投大概率赚钱。ETF的市盈率如果低于10持续买入，赚钱效果应该比股票市盈率低于10更好。

@ 安娜2012：2012年，开始定投富国中证红利指数增强和华夏沪深300指数ETF联接，心里明白要越跌越买，不能低位赎回。这样定投三年，成本大约在上证2 100点。2015年，这两只基金都有翻倍收益，上证4 500点时，逐步转换为债券基金和货币基金，保存牛市胜利成果。

@ shitoy：2009年9月开始定投华夏回报混合A和嘉实增长，2015年5月清仓。收益没有仔细算，应该不错。自2016年开始，试投蛋卷斗牛八仙过海和二八轮动，准备到下次牛市清仓，个人认为这个策略应该可以赚到钱。

◆ 你持有时间最长的一只股票是什么？

@ 段空华：2013年买入贵州茅台股票，买入价是每股140元左右，主要是受段永平及一些白酒大V的观点影响，一直持有。2015年股灾后掉到每股160多元时又买进，后来上去后又掉到每股190多元时继续买进，2017年春节前每股300元左右时又买了一些，总的思路就是持有伟大的企业，伟大的企业一般都有长期的“钱景”。

@ gogoal：目前是持有美的集团（含其前身美的电器）的第19个年头，1998～2006年是主要买入阶段（其中1998～2001年买入量不大）。2006年以后虽有增减持但幅度都很小，总体持股数量有所增加，主要是分红再投资。近两三年，美的集团的分红主要用来买入小天鹅、中国平安、盈峰环境。总体收益很难计算了，估计接近30倍。

@ 桐林居士：獐子岛，2010～2015年，5年半，亏损52%。持有原因是当时认为股市要不行了，只有消费升级才能穿越熊市逆势增长。研究发现，散养的扇贝价格较高，也符合国人野生货就是好的认知，而獐子岛刚好又圈了200多万亩海域，是原来的5倍。企业极速扩张，成本增加，利润下降，股价下跌，产出要两三年。这很吸引我，熬三年，扇贝长大了，到时候业绩释放，股市也差不多该走出熊市了，我只需要躺着放几年就可以享受戴维斯双击(注)，简直不要太简单。等了5年，大家都知道扇贝不见了，割肉认输。

◆ 你真的是反指吗?

很多“赌徒”（我也是）标榜自己是反指，“一买就跌，一卖就涨。”

其实这是行为与结果倒置的认知误区。

真实的行为是：涨了才买，跌了才卖。

其实，从任意时点上看，你买卖了以后涨跌的概率是各50%（当然，长期看涨的概率超过50%），但“跌了才卖”改变了这个概率，从结果上看就真的成了“一买就跌，一卖就涨”。

所以认为自己是反指，也是高估了自己。

@雷动九天：要做一个准确率100%的反指，貌似确实是大多数人高估了自己。

雪球每次搞猜指数都把你们淘汰了，还好意思说自己一卖就涨，一买就跌。

@沈潜：所以，做一枚反指也是需要资格的！

@指尖的泡沫：跌了卖、涨了买并没错。错在跌和涨的过程中犹豫不决错失了最佳时机，最终咬咬牙还是做出了最初的决定，人为买在了高位、卖在了地板。这样的结果就增大了“一买就跌，一卖就涨”的概率。

@ 黄建平：说出了真相，绝大部分人卖出就是因为在跌，而买入的理由就是在涨，其他理由都是找借口，从而彻底变成了反指。

@挖塘种藕赏荷：一买就跌，其实是涨了一段时间你才敢去买，正好赶上调整下跌。

一卖就涨，其实是跌了一段时间你才舍得卖，正好赶上调整上涨。

所以，你知道该怎么做了吧?

◆ 从满眼好股到满眼烂股

跟人讨论股票，并不总是一件愉快的事儿。

比如一个投资者决定买一只股票，或者刚刚买进一只股票，他每谈起这只股票时都眉飞色舞，认为这只股票所处的行业是最好的行业，这家公司的管理层是最能干的管理层，这家公司拥有别的公司无法企及的竞争力，这只股票的价格，是被严重低估的。你要是不同意他的意见，他简直就要跟你发火。

可事实的真相可能是，这就是一只被严重高估的垃圾股。

因为自己的愿望而美化自己投资的公司，应该是很多投资者都会经历的一个阶段。但如果老停留在这个阶段，就是灾难了。这是最容易发生严重亏损的阶段。

一般来说，初入股市时，两眼一抹黑，不知道哪只是好股，哪只是坏股，这里听人说一嘴，那里听人说一嘴，操作上战战兢兢，最后可能还是买了自己最熟悉的一两只股票，比如过去长期关注的，自己经常使用它的产品的，以及和自己工作相关的。这时候往往是赚钱的。并不是瞎猫碰上死耗子，而是因为最质朴的判断往往是对的，而对市场的敬畏则降低了犯错误的可能性。这就是模糊的正确。

等赚了点儿钱了，觉得自己懂了，就会开始看K线图，会在行情系统里查财务资料，会用搜索引擎去找所投资公司的新闻，这时候投资者会认为自己已经是一个准专业股民了。这个阶段就会出现一个问题，只要是自己关注过的股票，都觉得是好股。这可以理解啊，因为行情系统里都是公司的业务回顾和业务展望，说起来都是宏图大略。新闻里都是CEO在发布新战略、新产品，高层在视察公司。这时候，真是满眼好股啊。灾难往往就在这时候发生，最后的结果是，新战略雷声大雨点小，新产品从来没上市。原来，完美的公司是高管蓝图、媒体报道和自己的良好愿望制造出来的幻象。

经此一役，花钱买了教训，如果还没有愤而退市的话，投资者就变了一个人，从此以一双警惕的眼睛看世界，觉得CEO都是大话精，新产品注定要失败。关于自己关注的公司，搜寻到的每一条信息都透露出不祥的味道。这时候会觉得这个世界上就没有一家好公司，即使有一两家好公司的话，股价也已经涨到天上去了。满眼烂股啊，无股可买，痛苦。

别急，如果你处在这个状态的话，你离赚钱不远了。谨慎，对市场敬畏永远是最有价值的。真正有价值的买入机会不会那么多，但能抓准一两次，就能立于不败之地。更高的境界是什么呢？分析公司，能抓主流，看大方向，不在细节上吹毛求疵，但对大的疑点绝不放过，看山还是山，几千个代码，在你眼里就是一片小树林，哪个是好股、哪个是坏股，一目了然。至此境界，想不赚钱都难。

可能巴菲特就是这样吧。常人要达到这种境界，难！努力吧。

@Nainital的碎片哥：我满眼都是好股票，但是都太贵。

@耐力投资：股市的经验和能力是用真金白银买回来的。大部分的人一开始就把全部的家当押进去，指望很快发财，最后的结果都是亏得分文不剩，没有翻身的本钱和机会了，只能悲哀地离开市场。真正赚钱的人，大都经历过亏损的考验，在不断的错误和亏损中学到经验，不断提高，最后才开始赚钱。所以，初入股市的同学最好少投入一点儿，就当交学费来练兵，等到技能、经验、心理等考验过关了，再增加投入。还是那句老话："在入市之前，千万不要计算你能赚回来多少，但一定要先计算你能赔得起多少。"

@伯阳：严重认同，新手赚钱绝不是运气，而是他的敬畏心和不熟不做的策略都更接近于投资的大道，只是自己被蒙蔽了。投资就是做减法，剥离杂草，回归最原始的本质。

◆散户提升自我认知的正确姿势

@猫咖啡CFA：您认为雪球用户的研究能力和投资能力与机构的人相比差在哪里？散户该如何扩大自己的选股范围、提高研究能力？

@不明真相的群众：首先，大部分人没有在研究；其次，大部分研究没有意义；最后，散户尽量不要扩大自己的选股范围，不要尝试提高自己的研究能力。明白这一点，就跑赢大多数散户了。

散户的"研究"跟机构毫无可比性，见点不见面，不成体系，以想象力为主。当然，要说一定没有优势也是不对的，散户可能具有的优势是：（1）不一定非要研究；（2）不一定非要研究所有行业和公司；（3）不一定非要研究所有行业和公司的所有方面；（4）不一定非要说行业和公司好。

比如说，一名A股市场的互联网分析师非要研究股票，一名A股市场的互联网基金经理非要投资，结果可能是非常悲催的。

@ 猎熊人—黑白子：

不一定非要研究：买指数和傻瓜量化法也能超越大多数机构，所以不一定非要研究。

不一定非要研究所有行业和公司：覆盖面有限，却可以通过聚焦少数领域，研究透彻，获得超额收益。

不一定非要研究所有行业和公司的所有方面：投资中搞清楚主要问题是最重要的，因为随着研究的深入，其边际效应是递减的。

不一定非要说行业和公司好：散户具有心态优势，没有券商研究员的“职业为难”。

☐ 能力圈和学习能力

@ 微笑一路而行：如何了解自己的能力圈？如何拓展？

@ 不明真相的群众：当你觉得自己无所不知的时候，通常表示你不了解自己的能力圈；当你觉得自己一无所知的时候，通常表示你多少了解自己的能力圈。能力圈很难去主动拓展。

☐ 在学校学什么？

我觉得这个世界上有些知识是学校里能学到的，比如计算机语言；有些能力是学校里学不到的，比如商业，主要靠天赋，商学院的作用相当有限。我看过很多说起来一套一套的但实际能力约等于零的商学院毕业生，这并不是商学院的错，而是这个人本身没有商业方面的天赋，学又有何益？有限的受教育时间应该用来学习确信学校里能

学到的知识，一技傍身，如果恰好身上天生自带商业基因，转型高飞只是时间问题。

❑ 如何成为一名职业投资者?

成为一名职业投资者，资金量是刚性的门槛。

我一向的观点是，资金量达到本人年度工薪收入或者家庭支出的20倍，才基本具备从事职业投资的条件。

但是问题来了，人的正常工作时间就30年左右，怎么可能拥有本人年薪收入或者家庭支出20倍的积蓄呢？这简直是跟能量守恒定律作对。

还有什么办法?

（1）继承遗产。

（2）本来就已经摆脱工薪收入模式，比如创办过企业，后来卖了。

（3）有一笔投资偶然性地获得了超高回报。

（4）管理别人的钱。

❑ 影响投资业绩的三个层次

影响投资业绩的三个层次如下：

1.常识

宏观上判断经济、行业、产品、服务、管理的一般情况。比如哪家商店生意好、哪类产品卖得好、哪类产品和服务在替代哪类产品和

服务。

2.知识

信息收集、数据统计、逻辑推理、概率测算。用于判断企业运营和市场运营的微观情况。要接受系统教育或者进行系统学习才能掌握。致命的问题是，学了这个容易忘掉层次1。

3人性

如何判断自己与世界、自己与别人的关系？如何处理自己的判断与别人的判断不一致的情况？比如大家都在卖，你却要买；比如买入以后继续下跌，卖出以后继续上涨。亏钱的，都是只看到层次2、忘了层次1的。生存下来的都是没有忘记层次1的。交易所前看自行车的老大爷能赚钱，就是这个原因。挣大钱的都是在三个方面有过人天分的。

投资理念语录

（1）从看好一家公司到确信买入一家公司，有100步要走；从买入一家公司到持有一家公司，有10 000步要走。

（2）其实，拿不住股票的根本原因，并不是怕跌，也不是心态不好，而是不理解公司。

（3）对于投资而言，在了解人性之前，恢复常识更重要。亏钱的原因，通常是学了点知识，忘了常识。

（4）泡沫是有目共睹的，至于我的股票，当然有强劲的基本面支持，不但没有泡沫，还严重低估。（2015年4月24日，当天创业板指收报2 734.75点，创业板指数市盈率为93.84。）

□ 投资最重要的事

@ 刘志超：请教方丈，你提到“在通往投资成功的路上，智商、学识、勤奋程度、个股分析的深入程度，权重远远没有想象中那么大”。那么你认为最重要的是什么？

@ 不明真相的群众：

（1）对公司的认识，对商业的认识。钱从哪里来？

（2）对市场的认识。当标的价格发生波动时，我怎么办？

（3）对自己的认识。我凭什么能在市场上赚到钱？智商、学识、勤奋程度、个股分析的深入程度，只对第一条有作用。

从投资者的角度看一只股票，任何“抄底”在公司基本面发生反转所需的漫长时间面前都显得很幼稚。

想完全避免短期下跌的风险，逻辑的背面就是想赚到市场上所有的上涨。前者，很多人想努力做到（比如止损）；后者，其实大部分人都知道绝对不可能的。为什么对一个硬币的两面大家的看法是不一样的呢？

我认为，价值投资的核心就是确定性，价值投资者确信股票的价格低于他的估值才购买，但对价格什么时候能修正，他不会去预测，也就是说，价值投资者不认为股价短期走势是可以把握的，所以一般来说要长期持有。如果股价的短期走势是可以把握的，那天天都可以赚钱，要是这么快就成富翁了，谁还会去做痛苦的、需要用时间去消灭不确定性的价值投资者？

@ Danielz：业绩越好，资金规模就越大，方丈连这个逻辑关系都不知道吗？

@ 不明真相的群众：收益均值回归是已经被证明的铁律，“业绩越好，资金规模越大”也是铁律，这两条铁律加在一起，就一定会形成“资金规模越大，收益越低”的结果（或者说现象）。但我们不能光看到现象，其中的逻辑关系非常复杂，资金规模变大可能只是收益变低的一个因素，权重比收益（或者说运气）均值回归要低得多。

“抄作业”这件事，挺难办的。基本只有两种情况：抄的人对被抄的人将信将疑，抄一只，不抄一只；抄买不抄卖，自己优化一点儿。最后“抄作业”与“作业”的业绩没有什么关系，就是一个谈资而已。

真要抄的人对被抄的人完全信任，那么连抄这个过程也很麻烦，想想交易型的策略，“抄”起来比自己“赌”还麻烦呢。

所以“抄作业”真正的出路，还是建立联结，“抄”与被“抄”的人，利益捆绑。

@ 攸而后宁：我在一个公司干了8年，其间我所在的公司股票涨了8倍，而我早早就卖出了，我老板比我卖得还早。所以不要相信所谓的内部人士，啥核心投资岗位，公司高管自己都看不清。

@ 不明真相的群众：事情比这更复杂，赚了并不一定懂了，懂了并不一定赚到。

对于大多数人来说，培养自己的商业分析能力是一辈子都不会成功的事情。但是，明确自己的收益预期、风险承受能力，在此基础上制定适合自己的投资策略，却是有可能成功的。这个投资策略可能包括投资品种（比如债与股）的选择和搭配，可能包括投资的时间安排（比如是主动择时还是定投）。

@澳比格股票：怎么利用有限的精力做私募？

@不明真相的群众：做私募以前有长时间的投资实践、思考，而不是做私募以后再花精力。做私募以后，花的主要精力也不是“盯盘”、交易，而是分析和思考投资标的，甚至不是寻找新的投资标的，而是观察和思考早已选中的投资标的。

@冷月湿魂：最难的是，感觉优秀公司被高估后，难以决定是否要卖出，方丈觉得呢?

@不明真相的群众：总的来说，需要卖出的交易就不算一个特别好的交易。

@风云21：巴菲特说：所谓有“转机”的公司，最后很少有成功的案例，与其把时间和精力花在购买价廉的烂公司上，还不如以公道的价格投资一些物美的公司。

@不明真相的群众：这是很有道理的，大部分人，大部分公司，只能成功一次。

@疯投哥：方丈，能否谈谈您的投资学习进阶之路?

@不明真相的群众：长期管理自己账户的实践；阅读经典的书籍，从别人的经验中学习；跟雪球用户交流，从他人那里汲取智慧；日常生活中的感悟。如果你操心别人的股票，你的人生就陷入了万劫不复之地。

@恍恍惚惚的风：方丈是怎么看均值回归的?

@不明真相的群众：投资者的业绩、公司的价值都会均值回归，优秀投资者的业绩、优秀公司的价值回归周期长一些。

@微笑一路而行：自认没有过人的财务分析能力，总感觉对自己的投资标的只停留在一知半解的状态。像我这样，应该以什么角度（方法）切入分析及理解“好公司”和“好的生意模式”?

@不明真相的群众：除非你打算以投资为职业，否则我觉得最好的选择是放弃对分析、理解“好公司”和“好生意模式”的努力。定投指数基金即可。

@呆若笨鸡：低收益预期，我认为确实是成功的关键，因为预期低，所以可以从安全与保守的角度出发，但现实往往很奇妙，预期低不一定收益就低，看问题要全面。

@不明真相的群众：是的，低预期往往最后获得了高收益，高收益预期往往结果亏了，世界就是这么奇妙。

---

1. 期指贴水是指期货价格低于现货价格。——编者注。
2. 摸奖打新是指申购新股，因为A股有炒新传统，新股中签后一般都有不错的收益。——编者注。
3. 戴维斯双击就是以低市盈率买入潜力股，待成长潜力显现后，以高市盈率卖出，这样可以尽享EPS和PE同时增长的倍乘效益。——编者注

第二部分
投资组合

长期来说，股票是回报率最高的品种，

但它的波动比较大，并不是每个投资者都能承受这样的波动。

债券、抗通胀资产的仓位确实有可能**降低回报，**

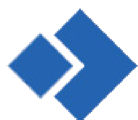
但它有效地平抑了波动，

甚至，它有可能带来**超额收益，**

因为在股票被极度低估的时候，你会有剩余的购买力。

第四章
资产配置

对于绝大多数非专业投资者来说，对单边趋势下注都是很危险的，针对不同的可能性进行配置则是可行的。



你如何能在投资中赚到钱?

◆ 人生投资的资产动态平衡

人人都是投资者，人生就是个持续经营的投资项目，投入时间、精力、金钱，产出自由、快乐、痛苦、失败……

为了提高人生的ROE，需要在人生的不同阶段，采取不同的投资策略，进行资产配置的动态平衡。

我给动态平衡引入一个锚点，就是可投资资产与年薪收入的比值，看看是否有助于大家在更广泛的意义上理解投资。

❑ 比值0～1

处于人生起步阶段的年轻人，劳动力是你最重要的资产，所以通过努力工作增加工薪收入就是你最重要的投资，在维持生活之余，可以通过银行存款积累可投资资产，为1而奋斗。

金融投资方面，可广泛配置各种高赔率低概率项目，记得只能下小注，大额还是存在银行吧。

☐ 比值1～5

你已经能在社会上站稳脚跟了，这时候除了继续提升工薪收入，可以优先考虑房产，毕竟拥有住房可以改善生活质量，庇佑家庭，这大概本来就是生活的目的嘛。

如果对金融投资有兴趣，可以了解一些基金、债券、股票方面的常识，并且用小钱试一下。

☐ 比值5～10

你已经略有积蓄了，现金积累超出了一般生活所需，通过投资获得的收益已有数量上的意义。这时候，房产与金融投资，以及金融投资里的各个品类（股票、基金、债券、信托、理财、小额贷款等）就是一个平等的选择了，哪个更有把握，就重点配置哪个。

整体上，建议先尝试预期回报率更低的（比如债券）、动脑子更少的（比如基金）。对绝大多数人来说，一辈子都不碰高风险投资品种（比如股票）可能是最正确的选择。

☐ 比值10～100

你已经是通常意义上的有钱人了，这时候你不光要考虑收益，也要考虑风险，所以并不适合把所有资产配置在一个品类甚至一只股票上。主动投资和被动投资，固定收益和浮动收益，应该有个平衡的配置。对你来说，工作不再是重要需求，薪酬也会慢慢变成“浮云”。

☐ 100～?

你已踏入财富自由之境，我帮不了你了……

看完请自报比值！

@逢赌必输：非常好，一切脱离个人情况的投资分析都不可取！

@ 阴阳鱼：不建议业余投资，要么就职业投资，要么远离。固然也有实业成功，投资也成功的，那真是九牛一毛。

@翱翔16018：靠近10，因工资收入太低，幸福感失真。建议增加“工资是否可以覆盖日常开销”这一条件！

@forcode：有参考价值，不过得结合每个人的能力、兴趣、性格等实际情况。要是巴菲特也这么干，世界上就没有“股神”了，不过绝大多数人不是巴菲特，还是把精力放在主业上回报更高。

@枣树：对这篇文章不是很赞同。人的一生未必要灿烂，但是至少要做一件值得自豪、自己觉得做对了、晚年还能和子孙后辈喝酒夸耀的事情，才不至于后悔这一生，所以不应该从一开始就做相当保守的投资，而应按照年龄大小和自我的心理承受能力分成两个阶段，第一个阶段是实现自己理想，第二个阶段是安于简单生活。

在第一个阶段可以投入所有金钱，为了实现自我的理想。在第二个阶段才需要考虑资产配置实现增值，维持自己简单的生活。物质带来的幸福感不能持续，而发自内心的精神带来的幸福感具有持续性。

◆ 基金投资者为什么会亏损?



图4-1 基金投资者回报困局

2016年7月底，通过参加天弘基金的会议获得了一组数据：

（1）自开放式基金成立（2001年）至2016年6月末，偏股型基金年化收益率平均为17.47%，超出同期上证综指9.91%。

基金公司说：我很努力了！

（2）同期偏股型基金投资者累计亏损2 763万元。这个数据也许存在一些问题，就是因为市场刚刚经历过一轮幅度较大的调整，在这轮调整中基金规模有较大的扩张。

我倾向于认为，基金投资者整体的回报率应该高于股票投资者。

但总的来说，基金投资者说自己没赚到钱。

❑ 大多数投资者亏钱的原因很简单

（1）总是在牛市的中后期受到周围人炒股或买基金赚钱了的影响进入市场。

（2）波动承受能力有限，账面亏损超出心理承受能力的时候赎回，离开了市场，而这个时候很可能是黎明前的黑暗。

❑ 要想不亏钱，理论上来说也不是很难

（1）不要幻想自己有择时能力。

（2）把收益预期降下来。收益率提升是很困难的，降低预期的空间却很大。

（3）通过资产配置把投资组合的波动降下来。提升波动承受能力很困难，把投资组合的波动降下来却有一定的办法，比如采取资产配置的方案。

@ 黄建平：追涨杀跌做波段，基民和股民是同一个师傅带的，整体亏损很正常。

@ 青春的泥沼：基本上就是这样，中国股市和基金能赚钱，前提就是熊市的时候布局，但是很多人恰恰相反，2015年就是例子，4 000点或是5 000点进入市场，结果就不用说了。这也是基金或机构在这种散户众多的市场里面能战胜指数的条件之一。

@商夏：A股市场上的大部分上市公司质量一般，而且发行价很高。

@ 不明真相的群众：

（1）任何市场的大部分上市公司质量都一般。

（2）发行价不能说高，因为现在监管部门把发行价管住了，准确地说是“具有流动性的新股可买入价很高”。

（3）也有大量非新股，价格很低，尤其是可通过港股通买入的H股。

@ 银行螺丝钉：配合估值来定投，至少不会在牛市进场，长期可以获得超越基金的平均收益率。

@月临碧海：从一个比较长的周期来看，控制波动和回撤真的很重要吗?

@不明真相的群众：非常重要。

（1）通常我们并不能判断今天的市场，是不是6 124点或者5 178点，更不能预测今后短时间内的市场走向。

（2）如果一不小心在6 124的高点踏入市场，全仓股票，全仓一只股，那就难受了。

@星光的背影：事实上，很多投资者买基金也是观察其业绩后才会投资的，问题就出在这里，往往基金业绩好的时候刚好是一波牛市行情的中后段，所以，基金投资者亏钱就很正常了。

◆ 最简单的收益率进阶之道

你的钱存成银行活期存款，本金基本无风险，流动性极好，随时取用，每年可以获得0.35%的收益。

你稍微点几下鼠标，将活期存款买成货币基金，本金基本无风险，流动性不受影响，每年的回报率一下可以上升2.5%～3%。这个收益提升应该是代价最低的。

如果你愿意牺牲一点儿流动性，买成中短期（比如3个月或6个月）的理财产品，或者承担一点儿波动，比如购买短融债券基金，收益率可以提升到4%～5%。

如果你愿意承担一点儿风险和更大一点儿的波动，购买企业中长期债券为主的纯债基金，收益率可以提升6%左右。

如果你愿意进一步牺牲流动性，比如一年甚至更久，购买定开债券基金，收益率有可能提升到7%以上；或者，你可以承担更多一点儿

的风险，更大一点儿的波动，购买一个“债券+股票”的组合，那么长期回报率可以提升到8%以上。

如果不是想通过投资发横财，其实投资真没有那么难，只是收益率每提升一个点，都需要付出代价，或者牺牲了流动性，或者承担了更多的风险、更大的波动。

@小勇聊投资：债券基金的风险在哪里？违约的多吗？

@不明真相的群众：债券基金的风险是不能实现预期收益。单只债券违约的可能性是有的，但债券基金一般是分散持有多只债券，所以单只债券违约对基金的影响通常是有限的。

@小勇聊投资：不能实现预期收益正常，有没有可能出现“黑天鹅”，产生负收益，造成本金损失呢？能否预见这种小概率事件会由什么情况引起？可能想把债券基金作为现金的替代品，流动性可以放弃一些，收益也可以低点儿，但风险要很重视。

@不明真相的群众：当然是有可能的，比如债券基金购买的债券全部或者大部分违约。即使不发生这种极端情况，债券基金出现净值回撤也是正常的，你可以看一些产品资料，比如广发纯债债券A和大成景旭纯债债券A。在购买之前，建议你尽量了解基金的投资策略和过往业绩。当然，相对于股票基金，债券基金整体的波动要小一些。

◆ 适合懒人、笨人的投资办法

只有极少数顶尖投资者有选股能力，只有极少数幸运儿偶尔有择时能力。

这个问题的解决方法有两种：一种是通过学习和训练，使自己有选股或者择时能力；另一种是承认自己没有这两种能力。显然，针对这个世界上绝大多数的懒人和笨人，第二种方法更现实。

如果选取了第二种方法，投资者能做什么呢？放弃选股，做资产配置；放弃择时，做定投。

最简单的资产配置是股债配置。从长期来看，股票的回报高于债券，但对大多数投资者来说，一定要配置一定比例的债券类资产。为什么呢？问题就出在股票的波动性远远大于债券。波动本身并不是风险，但是大部分投资者对于波动的承受能力没有那么强，波动的幅度和周期可能超出其心理承受能力，最后很可能迫使投资者在股市的底部放弃投资，退出市场，造成不可弥补的亏损，这时，波动性就变成了实实在在的风险。适当的债券类资产配比能使整个组合的波动降到让投资者感觉舒适的水平。

具体股债各占多少呢？结合中国证券市场的波动特征，我给大部分投资者的股债配置建议是2:8。在美国市场上做的股债平衡策略，通常股和债占比大致均等，为什么中国市场上要搞成2:8呢？原因非常简单，中国股市的波动远远大于美国股市，如果按5:5配置的话，组合波动仍然会大得超出投资者的承受能力。

如果按这个比例做好了配置，市场运行中股和债的价格会波动，可能导致它们实际的配比跟原始配比出现偏差，这个时候可以利用再平衡的办法恢复原始配比。大量的实践证明，适度的再平衡可能创造一些额外收益。

蛋卷安睡二八平衡[注]就是按股债2:8配置的策略，它持有20% 的沪深300指数和80%的企债指数，于每月第一个交易日检查持仓沪深300指数的市值是否大于25%的整体市值或小于15%的整体市值，若满足条件，则进行再平衡，重新恢复到20%股和80%债的比例。这个策略指数起始时间为2006年1月1日，起始点是1 000点。历史回测10年13次平衡；10年中，4年涨幅大于15%，4年涨幅在1%～10%，2年下跌，其中2008年跌幅最大，为–4.8%。至2016年1月1日，这个策略10年平均

年化收益率约为8.5%，同期沪深300指数年化率约13.9%，2008年跌幅最大为–65.9%；企债指数年化率约5.2%。看看下面的回报曲线（见图4-2），是不是稳健得让人心安？

蛋卷安睡二八平衡

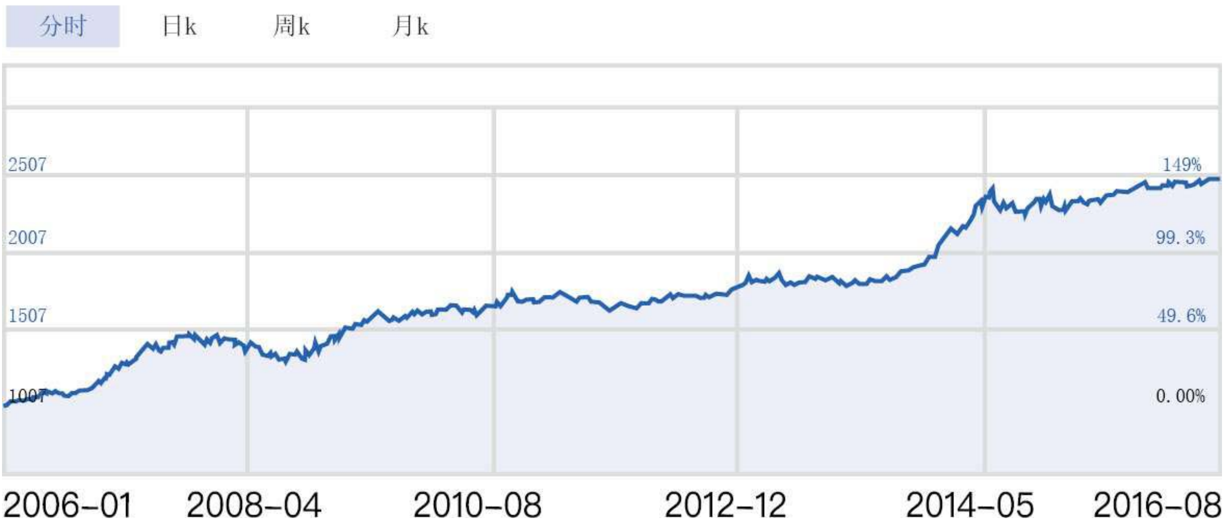


图4-2 2006～2016年蛋卷安睡二八平衡策略收益率走势图

当然，这个策略可能让你在2007年上半年或者2015年上半年丧失满仓涨停的快乐，看看下面这个对比图（见图4-3），是不是彻底绝望了？

蛋卷安睡二八平衡vs沪深300



图4-3 2007年蛋卷安睡二八平衡策略与沪深300收益率对比图

从长期结果来看，它是跑输了沪深300指数，但它能让你在A股市场黯淡的2010～2014年有持续的正回报，能让你在2008年、2015年下半年股市哀鸿遍野的时候，享有云淡风轻的心情（见图4-4）。

蛋卷安睡二八平衡vs沪深300

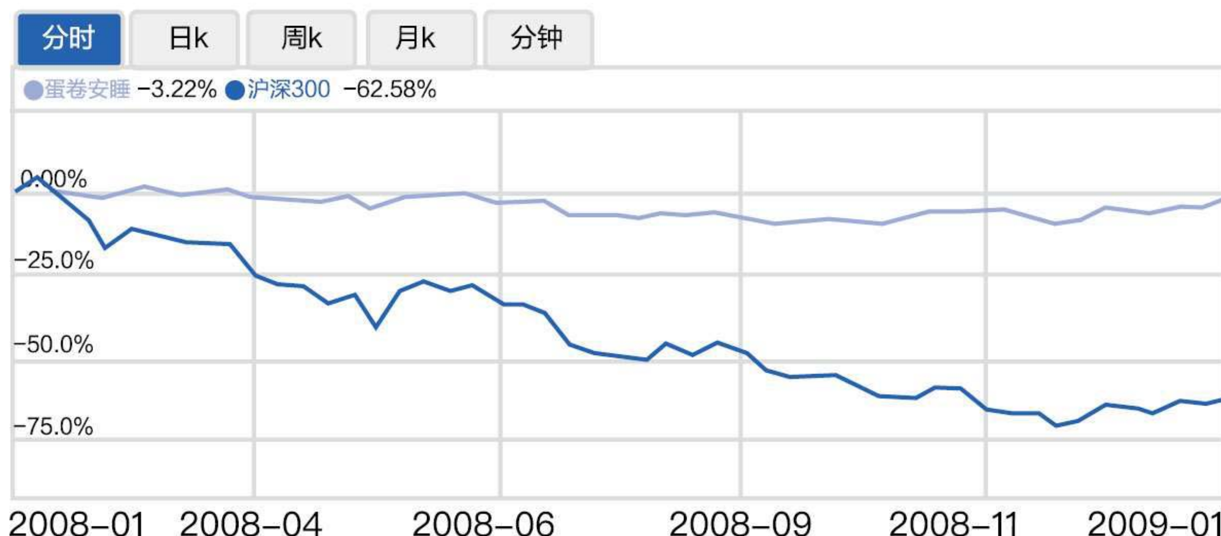


图4-4 2008年蛋卷安睡二八平衡策略与沪深300收益率对比图

也就是说，它牺牲了一部分收益，换取了更平稳的回报曲线，某种程度上改善了投资者的体验，谁能说夜夜安枕不值5个点的年化回报呢？

这是不能不敬重的规则：在任何事情上的长期回报都和自身的能力、投入以及承受的风险成正比。没有完美的策略，所有的策略都是在收益、风险和波动之间做一个平衡。

@刘铁南老师：不错，很适合懒人的配比。不过我更倾向于下面的配比（基金全部使用场内ETF）：货币型基金20%；债券型基金30%；股票型基金30%；大宗商品基金7%；黄金基金7%。

择股还是择时，这要看自己对微观经济学与宏观经济学的认识程度，懂宏观的人择时，精通微观的人择股。我个人认为，择时比择股容易，宏观更加难以作假。

@天鹰Eric：我觉得方丈的意图就是做多个标准化量化策略，以覆盖整个投资者群体（因为未来条件成熟可能会推出高贝塔值的股票，目前以稳健为主），每个不同目标的投资人都可以找到适合自己的标准化产品，从而进行投资，而且由于不存在主观操作，没有人为风险（找不到归责人），易于推广，这样雪球的模式就成功了。

◆ 我的基金投资组合：中国好资产

雪球上的中国好资产（ZH1043361）是我创建的一个基金投资组合，由三只指数基金组成：红利基金、香港中小、中国互联。红利基金跟踪标普A股红利机会指数，香港中小跟踪标普香港上市中国中小盘指数，中国互联跟踪中证海外互联网指数。

什么是好资产？为什么说它们是中国好资产？

我觉得好资产要么有估值优势，要么有成长优势。

中国公司主流的上市渠道有三个，即境内的沪深股市（俗称A股市场）、境外的香港股市和美国股市，三个市场上市的公司构成和估值各有其特点。传统行业的大白马一般在A股市场上市，这些公司无论是市盈率、市净率，还是分红回报，放在全球股市里都很有吸引力；香港云集了一批较有市场竞争力的内地中小型公司，而这些公司的股价在很长的时间内都表现出折让；中国主流的互联网公司则主要在美国和中国香港上市，这些公司从商业模式、财务状况、治理结构方面来看都是中国最优秀的。

综合起来看就是，红利基金有估值优势和分红回报的确定性，香港中小兼有估值优势和成长优势，中国互联则有成长确定性。

@ unite_zhao：思路可以，方向正确，极度分散。请教您一下，以估值而论是最便宜的时候吗？例如以平均市净率计量。

@ 不明真相的群众：不算最便宜，但仍很有吸引力。

◆ 要配置，不要下注

人在小事上特别容易没有主意，比如，中午该吃什么？要不要给孩子报辅导班？

与此相比，在大事上大家就自信得多，比如美联储加息啦，房价下跌啦，人民币贬值啦，谈起来头头是道。

我觉得谈谈是可以的，但如果真要在这些问题上下注，那是非常危险的。一是这些事情太复杂，影响最终结果的链条太长，这个世界上本就没几个人能搞清楚这些问题，能搞清楚的大概也不是你；二是在得到最终结果之前还有个过程，下注即使下对了方向，也可能夭折。泡沫破灭了，但破灭之前它还涨了10倍，做空的人在泡沫破灭前很多年就“破灭”了……

但这些焦虑是真实的，有没有办法既不承担下注错误的风险，又能缓解这些焦虑呢？有，那就是配置。

如果你担心股价过高，而且你也不能确定股市泡沫什么时候破灭，那么有一个办法，即持有股票的同时配置一些债券、黄金，接下来，股价有可能真的掉头向下，那么债券和黄金仓位能够缓解整个投资组合的下跌；当然也有另一种可能，股价继续上涨，那么没事，你还有股票仓位可以分享上涨。

如果你担心人民币贬值，那么有一个办法，即持有人民币资产的同时配置一些非人民币资产，接下来，如果人民币真贬值的话，非人民币资产可以缓解整个投资组合的下跌；当然也有另一种可能，人民币升值了，那么你仓位里还有人民币资产。这种可能性确实是有的，比如日本资产泡沫破灭以后，日元就持续升值。

对绝大多数非专业投资者来说，对单边趋势下注都是很危险的，针对不同的可能性进行配置则是可行的。

一句话，在资产配置中，不要孤注一掷，要东方不亮西方亮。

@天鹰Eric： 其实这个理念和买保险是差不多的意思。另外，对单边趋势下注确实很危险，对专业投资者而言尤甚！

@唐一军： 简单地说，配置就是对冲，即类似于中性对冲策略。它虽然无法让你一夜暴富，却能让你避开大起大落的风险。很多价值投资者也是配置高手，可以说，好的配置能让你找到很多机会、降低风险，而集中投资类似于“赌”，不管是集中下注于价格，还是集中下注于公司，都是在“豪赌”。当然也有人成功了，但对大多数投资者而言，这样做的风险和回撤很大。

@老渔2014： 互相对冲的结果是零，而且必须要成本（手续费、佣金、税费），所以必输无疑。巴菲特建议买成本最低的指数ETF。

@ 静笃价值投资： 对冲是利用同质不同波动比例的标的，比如买入一个精选的股票组合，同时卖出股指期货对冲风险。

@老渔2014： 动用对冲在别人没有发现的情况下确实有奇效，但是对冲不是万能药。有时候对冲可以从两方面赚钱，有时候对冲可能是白辛苦一场。因为对冲也涉及判断，判断就可能出错，出了错的对冲比不对冲更糟。所以，对冲更有利于庞大的资金，反正买也不容易买满，卖也不容易卖完，对冲可以双面做了。个人浅见。小资金做对冲，是拿宝贵的时间和机动性效率不当回事儿，巴菲特是怎么说的？小资金当然应该比大资金赚得多。

@ 静笃价值投资：对冲的本质跟资金的大小无关，对冲也不是为了赚得更多，而是为了降低风险，做投资都需要判断，单边买入股票组合或ETF就不需要判断了吗?

@老渔2014：对于超过5%的对冲成本，个人建议不要参与。因为对冲不但抵销盈利，还占用资本，实在很不划算。低成本对冲可以考虑。

@身没动心已远：其实方丈就是在劝大家，放弃高风险、高收益，尝试用资产组合的方式把风（收）险（益）降下来。毕竟投资不是砍手指的搏命，而是稳稳当当地收租。

@ 不明真相的群众：现实是大部分人不但没取得卓越回报，也没取得平均回报，反而亏损了。

@肥肉花君：根本原因还是大部分人心智不够成熟，做事不够理性，没时间也不适合玩这个东西。

@格雷费舍：我来解释下，方丈的意思是配置一些相关性差的品种，比如股票、债券、黄金，哪个涨你就看哪个，跌的自动忽略，这样配置就做得很开心，实际上大概率也是赚钱的。

@ itisabird：方丈如此睿智地洞察各类优秀公司，为什么喜欢投ETF类指数?

@ 不明真相的群众：看的公司越多，越能发现理解公司是如此之难，所以回头买ETF是很正常的。

◆ 散户的生存之道

谁是散户?

（1）以投资或者投资服务为职业的人，比如巴菲特，比如分析师、基金经理，显然不能纳入散户的范围。

（2）小“赌”怡情的人，指的是投入资金低于本人一年家庭生活成本或者工薪收入的人，也不划入散户范围。这个量级的资金，无论回报率如何，都不会影响本人和家庭的生活质量与经济状况；这个量级的投入，决定投资者本人不会以严肃的态度对待这件事情。小“赌”怡情虽然没有经济上的意义，但也是有产出的，主要是获得了“参赌”的快感，一定程度上缓解了人生的寂寞和无聊。围绕小“赌”怡情的技巧探讨也是很多的，主要方向是增加娱乐性和提升便捷性。

（3）我觉得真正的散户是投入资金多于一年的家庭生活成本或者工薪收入的非职业投资者，他们的投资有相对清晰的目的，就是获得比无风险的储蓄存款更高的回报。如果目的实现，可以改善本人和家庭的经济状况；如果投资产生损失，也会影响家庭的经济状况，甚至造成心理创伤，所以必须严肃地对待这件事情。

散户可以做什么？

1.选股

我觉得散户选股基本不太现实，因为散户投入的时间和接受的专业训练太有限了。如果一定要选，基本上不能从专业角度去选，而是从职业熟悉程度或者生活常识角度去选。比如一名水电从业人员，对于电力股的看法也许是有价值的；一名互联网从业人员，对于互联网公司的好坏也是有一定判断力的。如果没有选股能力，大盘和行业的ETF（也就是一篮子股票）是最佳选择。雪球推出的组合，相当一部分本质上就是由用户创建的各行各业的ETF。

2.选时

选股只能确定股票（公司）的好坏，接下来就会有什么时候、什么价格买的问题，它包括了对个股买入时机、大盘买入时机的把握。我觉得个股买入时机极难把握，但把握大盘买入时机有一定的可操作性，即在股市冷清的时候买入，在股市火爆的状况下卖出。用雪球用户“巴克星”的话说，就是散户在资本市场流动性不足的时候输入流动性，在流动性过剩的时候抽走流动性，这是散户对市场的正向贡献，做出了贡献，市场就会有相应的回报。当然，所谓冷清和火爆还是一个相对的概念，要准确把握非常困难。如果天天问自己，今天股市是高估了还是低估了，那绝对会疯掉。如果无法操作的话，采用定投的方式是不错的选择，即把可投资资金在相应的时间段内均等买入。比如一年计划投12万元，那就每个月投1万元。

3.资产配置

放弃了选股和择时，就消除了投资的大部分烦恼。那么还有什么事情可做呢？有，那就是资产配置。什么是资产配置呢？我们可以把可投资资产进行分类，首先是品类，比如股票、债券、房产；其次是市场，比如中国、美国、其他新兴市场。分好类以后，按一定的配比买入资产，就是资产配置。如果一个人的资产配置足够分散和多样，长期持有，就能获得我们这个星球上资产的平均收益，也就是与大盘平齐。

资产配置做好以后，随着时间的推移，资产价格涨涨跌跌，会偏离原来的配比，比如原来股票占30%，因为股市狂跌，占比降到20%，而其他资产则从70%上升到80%，这个时候应该怎么做呢？应该把其他资产卖掉10%，买入股票，使股票的占比恢复到30%，这可以叫作追跌杀涨。对，是追跌杀涨，而不是追涨杀跌。如果恰当地应用追跌杀涨，长期来看，可以在平均回报率的基础上，再获得一部分收益，从而在整体上获得超额收益，实现“跑赢大盘”的目的。

这是不是比“炒股”要容易一些？不过是不是也更无趣一些？

对了，最后顺便讲一件做不到的事情，就是发明一种可以永远赚钱的技巧，或者找到一名从不失手的“股神”。

@唐史主任司马迁：无趣，但风险小。改天我也回归普及性投资者自我教育。方丈最近是保护雪球中小投资者的中流砥柱。

@ 不明真相的群众：这个无须保护，不能保护，闲聊而已。

@超人超人：资金的动态配置其实不比选股择时简单，可能还要难。人性使然！

@tomhank-不预不辩：散户的生存之道就是在保证不亏大钱的基础上赚钱，至于如何赚钱就是法无定法了，追跌杀涨可以，追涨杀跌也可以，但你一定要明白自己为啥这么做！

@亿利达：选股，也懂得选时，还要懂资产配置，这是我个人的投资理念：价值选股，趋势选时，风险控制，绝对收益。知易行难，需要学习，积累经验，还要花很多时间研究和交易，如果你正从事实业，还不如交给专业人士打理，省心省力，让投资变得更简单，自己也可以享受更精彩的生活。

@巴克星：我看散户有几种选择：

（1）感兴趣了，投入了，变成大户了，不做散户了，选择炒股作为职业。这种概率有，但是要兴趣和才能都符合条件才行，大多数人不宜选这条路，“死”得很容易，我不但见过无能的人“死”，也见过超有才华的人“死”。当然有才华的人“死”得也漂亮一点儿，还有出路。无能的人“死”了以后就比较麻烦了，所以这条路属于非常有自知之明的人。因为这种生活方式的诱惑导致了不少悲剧，所以我不劝人走这条路。

（2）找个有能力的人托管，自己安心本职工作。有能力的人不多，能够托付的人不多。我也不劝人走这条路。

（3）安心本职工作，投资靠谱儿的指数。标普500ETF、纳斯达克100都是比较靠谱儿的指数。我劝散户走这条路。

雪球上的投资者以第一种居多，其中大部分散户最后的结果都是把股市当作生活中的一个插曲，近乎一时远一时。能够通过股市认清自己的性格、兴趣、爱好，那么股市就对你有用了。

@乐乐a3：“资产配置+再平衡”一直是基金等大型机构的操作手法，但万变不离其宗，散户可以把自己当作微型基金，用ETF做好资产配置，再按市值涨跌完成再平衡，不过这个资产配置必须是长期的——10～20年。

@zhoujoel：

个人有些看法：

（1）散户也有相对于机构的独特优势，不用面对短期业绩排名的压力，可以真正做到长期持有。

（2）我觉得投资也是克服自身弱点的过程，某种程度上也是一种修行，人弃我取，人取我弃，再加上基础的财务知识，有可能取得超额收益，这与散户或机构无关。

（3）对于个人投资者，最好的办法是在自己熟悉的领域选择业绩确定成长或明显低估的中小盘股，并长期持有。

◆ 资产配置的实验和总结

从2015年开始，我利用雪球组合和雪球实盘做了一些资产配置的实验。配置的标的是A股市场上可以买到的各国股票ETF、债券基金、黄金ETF。

雪球组合A股版全球投资（ZH350409）的实验开始于2015年4月21日，到2017年上半年为止，绝对回报32.18%，净值曲线如下（见图4-5）：

场上的大路货，选择有很大的随意性。

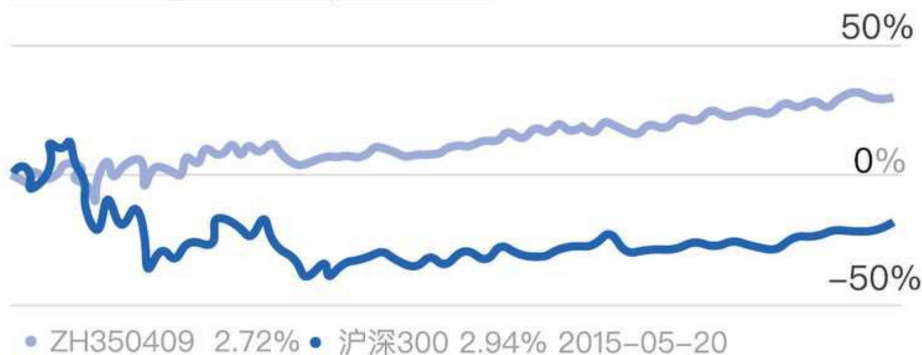
A股版全球投资 ZH350409

34.62% 总收益

周	月	净值	总收益排行(沪深)
0.29%	1.10%	1.3462	跑赢 89.68% 实盘

收益率走势 （创建于2015.04.21）

近3个月 最近1年 全部



2015-07-15 2016-01-07 2016-07-04 2016-12-26 2017-06-23

提示：收益率计算采用Modified Dietz算法，可能会受特殊品类影响

富国天丰 10.53% SZ161010	易基岁丰 14.07% SZ161115	标普500 7.10% SZ161125	广发聚利 11.33% SZ162712
香港中小 12.07% SH501021	红利基金 16.53% SH501029	华宝添益 0.08% SH511990	德国30 4.36% SH513030
中概互联 9.19% SH513050	纳指ETF 8.70% SH513100	黄金ETF 5.95% SH518880	

图4-5 A股版全球投资组合收益率走势与调仓图

可以说，这个实验是相当粗糙的，主要表现在：所选标的都是市场上的大路货，选择有很大的随意性。

特别需要解释的是，雪球组合的实验经历了2015年6月的A股市场崩溃、2016年年初的A股市场熔断和2016年年底2017年年初的中国债券风波。

结论是：仅仅利用A股市场上能买到的大类资产ETF、利用资产的非相关性做资产配置，都可以起到减缓整个投资组合波动的作用，有很强的抗风险能力，而绝对收益比预期要理想。如果在标的上进行更多优化，可以进一步提升收益。

对投资者而言，其意义是：

（1）让投资者不纠结于选股。对于绝大多数投资者而言，选择大类资产的难度远小于股票。

（2）让投资者不纠结于择时。投资者在任何时候进入这个组合，到目前为止，基本都是正收益，而且过程中不用承担太大的波动，这可以减少很多焦虑。

承认自己没有选股能力，也没有波动承受能力的投资者，可以尝试用这个思路做资产配置，看自己能不能睡得更香。

@ 放松心情0326： 方丈，对于刚入市一年的小白，在投资方面需要修炼哪些“内功”？能提点建议吗？

@ 不明真相的群众：第一，假设你准备投的这些上市公司是你的朋友开的，邀请你入伙，那么首先你得看明白他的生意，如果看不明白就不要投。第二，要看看朋友的人品，看看可不可信，如果觉得不可信就不要投。第三，看看以什么价钱入伙你愿意，如果不愿意就不要投。

@ 非完全进化体： 方丈对“不想持有10年，就不要持有十分钟”这句话怎么理解？

@ 不明真相的群众：

（1）从投资利润来源的角度，企业价值的持续增长是最强大的来源，不长期持有企业获得不了这个利润。

（2）从确定性的角度，人的认知能力是很有限的，决策越多，失误越多，所以应该尽量少决策，少决策意味着要专注于自己有认知优势的企业，长期持有，尽量减少交易。

（3）不想持有10年，意味着对企业的认知不深，有很大的不确定性，而且以后还需要不停地做决策（卖了以后不能再买吗？），增加不确定性，这意味着胜率持续下降。多做决策，就意味着犯错的可能性成倍增加。

@ Obsessioning：方丈对比特币怎么看?

@ 不明真相的群众：比特币是非常好的“赌具”，但认为它可以取代现在的信用货币，就纯属自己想象了，因为作为常用支付工具，要求币值稳定，但是比特币现在吸引人的地方就是它巨大的波动和升值暗示，如果币值稳定了，这些优势就荡然无存了。

@ zhongcy0103：然而，大多数人亏得再多，也看不上这点儿收益，他们想的是能一夜暴富，天天涨停，这就是所谓的“心比天高、命比纸薄”。

◆ 定投、汇率与资产配置

从长期来看，股票的投资收益要高于银行理财产品，但是，需要承受较大的波动，比如，不排除一段时间内，甚至相当长的一段时间内，存在账面亏损的情况。所以需要建立适当的收益预期，并且用定投的办法，避免一次性投入而承担择时失败的风险。

不要看点位，因为上市公司的盈利也在增长。我觉得，沪深300指数市盈率25倍以下都可以定投，如果超过30倍就结账走人。

@ ZTL：为什么是25倍？沪深300指数才15倍左右，并且已经是10年内的较高估值了。感觉15倍就不便宜了。

@ 不明真相的群众：拍脑袋定的。10年内较高估值，我觉得不重要。

@没时间的王无理：有时看到银行柜台好多人在换美元。其实真的不用担心，汇率比现在惨的时候我们都过来了。

@ 不明真相的群众：超富裕人群出于资产配置多元化的需求，买一些美元资产是合理的；普通中产出于对“人民币贬值”的恐惧去换美元，白折腾的可能性更大。

@ OfeiyingO：方丈，白折腾的理由是什么？根据你的说法，假如不换美元，如何保证中产阶级的财富少贬值、保值，甚至升值？

@不明真相的群众：首先，“贬值”是一种趋势性的判断，我觉得从长期来看，这个判断本身就不一定成立，大家去做这个判断就是鲁莽的。

如果接下来人民币开启“对外贬值，对内升值”模式，对大多数人（没有境外购物需求）来说，应该担心的不是人民币现金，而是非现金资产。

债券基金和P2P（点对点网络借款）都是债券类资产。P2P通常是把单一资产切成小块出售，所以单一资产的风险很容易危及本金。债券基金是把多项债券类资产组合成一个资产包，再拆分出售，单一资产对本金的威胁大大降低。这是投资债券类资产的用户需要考虑的问题。



◆股灾前求推荐分级A㊟

请推荐几只比较好的分级A类基金，简单说明理由，5只为限。

@ 那一水的鱼：

（1）转债A级（SZ150143）最容易下折，母基跌10%左右就下折，而且由于杠杆比例为7:3，下折之后只要跌17%左右，又会继续下折一次。来一次30%左右的中级调整，够你折两次。

缺点：目前价格比较高，隐含收益率及下折收益不多。

（2）有色A（SZ150196）的利率为一年定期+4%，目前价格为每股0.983元，隐含收益率6.43%，除下折有损失的中航军A（SZ150221）、健康A（SZ150219）和无下折的H股A（SZ150175）外，收益率是最高的！

（3）银行A（SZ150227）和券商A级（SZ150235）目前价格分别为每股0.833元和每股0.835元，分别折价17.11%、16.67%，是目前折价率最高的两只。发生下折母基分别需跌31.87%和33.76%。是对冲下跌风险最好的A级，隐含收益率也不低——分别为6.35%和6.31%。

缺点：券商A级刚上市，小心套利盘砸盘。

（5）TMTA (SZ150215)、军工A (SZ150181)、互联网A(SZ150194)，折价率都比较高，均在15%以上，对应估值较高板块。

@ caimi：

（1）如果希望当债券看，分级A长持价值有限。核心在于风险可能被市场低估，股票并不是一个好的抵押品。分级A的初始状态相当于用股票100%价值做抵押借钱炒股，可以对比券商融资条款和利率。

（2）分级A的一个好处就是，折价分级A有隐含的看跌期权价值，若当配置看，选择和持仓高度相关的分级A做配置，是个很好的策略。

（3）分级A短期交易性机会很多。如果看中的是看跌期权的价值，那首先明确是谁的看跌期权，打算看跌谁。看空银行就是银行A，看空创业板就是创业板A，看空互联网就是互联网A。

◆ 请推荐一只场外公募基金

@ 若水向东流： 对于身边能够承受中等风险并愿意长期投资的人，我基本会给他推荐这样一个投资组合：35%的华夏回报混合A，35%的兴全可转债混合，30%的兴全趋势投资混合或者华夏兴华混合A。如果是承担风险意愿低的人，我会再加一个债券基金：易方达增强债券A，平滑收益。后来蛋卷推出策略趋势组合，我还会推荐25%的二八斗牛和八仙过海。

选这几只基金的原因是：

第一，这些都是我自己长期持有的。除了易方达增强债券A成立9年外，其他的都是成立10年以上的基金，穿越多次牛熊，业绩和风格稳定，久经历史考验，值得放心持有。

第二，A股市场的特点就是大起大落，既然是长期持有基金，主要考虑的是主体部分如何控制回撤。首先，市场大幅回撤的时候，基金回撤要小；其次，向上的攻击力虽然不用极强，但要中等偏上；最后，基金风格要长期统一。华夏回报混合A是公募偏股基金第一只提

出绝对回报理念的基金，业绩对应标准是一年存款利率。也就是说，虽然基金净值也会波动，但目标是尽量打造一只长期绝对回报的基金。仓位上，股票比例0～80%，也就是说，当市场疯狂的时候，华夏回报混合A可以大幅降低仓位，回避风险。在2008年大熊市中，华夏回报混合A就把仓位降低到了极低的位置，2008年最大回撤也仅仅20%多。而市场恢复大级别上涨的时候，华夏回报混合A也保持了中等偏上的攻击力。而兴全可转债混合作为公募基金第一只可转债基金，风格略保守，比后来成立的可转债基金保守一些，仓位上的硬性规定也比后来成立的可转债基金要松，熊市也可以降低仓位。加上可转债下跌有底、上涨有力的特点，历史业绩也是回撤控制得很好，且向上可以实现中等力度的攻击。所以这两只基金属于中低风险、中高收益的基金，非常适合长期持有。华夏回报混合A13年半的时间实现了8.84倍收益，兴全可转债混合12年半的时间实现了7倍收益。

第三，配置攻击力强一点儿的基金——兴全趋势投资混合。这个基金的目标是把握投资对象的明确趋势、实现最优化的风险调整后投资收益的基金产品。对于大起大落的A股市场，趋势投资是很有效的一种策略。成立11年多，11.6倍收益，虽然比不过华夏大盘精选混合那样的"业绩"，但在公募总收益排行上绝对能排进前五。从仓位限制上来说，股票占比30%～95%，仓位很灵活。虽然现在混合型基金越来越多，仓位灵活看起来不算稀奇，但对成立多年的基金来说，在当时最低仓位限制能低到30%，已经很少见了。总体来说，属于中等风险、高收益的品种。

还有一个备选的基金是华夏兴华混合A。作为华夏基金的第一只公募基金、基金兴华的封转开产品，丝毫不用怀疑这只基金在华夏基金甚至整个公募基金里的标杆性地位。基金兴华封转开前11.3倍的收益，封转开后85%的收益，19年间22.7倍，年化复利17.8%。凭着它在华夏基金和公募基金历史上的地位，就值得投上一张信任票。另外值

得说的一点是，华夏兴华混合A和华夏回报混合A里曾走出了大量的明星基金经理。

综上所述，我选基金的主要思路还是以曾长期持有的基金为主。相伴数年，才能真正理解信任风险回报这句话。而且我选的基本上都是在当年仓位比较灵活、对回撤控制比较在意的基金。在A股市场中存活，控制回撤是必须要考虑的。不用找攻击力最强的基金，只需找中等风险、中高收益的品种。收益风险不对称的风格是本人最喜欢的。虽然近几年也出现了很多新风格的基金，能够填补不同的行情，比如在弱震荡市中大放异彩的量化基金，我也少量尝试了一些，但从整体上来说，我还是比较推崇上述基金。

@ 书剑笑傲：华安逆向策略混合以逆向投资的思想为指导进行投资，除华安基金外，广发、嘉实、汇添富等公司均有该策略基金混合，但华安逆向策略混合业绩最好，基金招募书对逆向策略的阐释最为透彻。

众所周知，逆向投资违背人性，能做到逆向投资的人少之又少，但正是少之又少的这部分人能成功。

基金的逆向策略具体有：

（1）基于投资者情绪逆向择时。偏股型基金加仓或保持高仓位时，本基金减仓；反之则加仓。逆人群而动，与众不同（正是因为如此，2015年股市暴风骤雨中回撤很小，但10～12月反弹获利巨大，成功运用逆向策略）。

（2）基于估值恢复的行业配置。该基金时常能选出冷僻股，从暂时受市场冷落的行业中取得超额收益。

（3）基于逆向思维的个股精选。基金回避受市场追捧的热门股，重点关注三类存在逆向投资机会的股票，其中包括处于并购重组事件但市场存有分歧的股票、由于重大突发事件市场反应过度的股票以及存在业绩改善潜力但未被市场发现的股票。

@秋路子：个人相信，华宝标普中国A股红利机会指数基金会比普通的中证红利等靠谱儿一些，因为加入了质量稳定性筛选。

（1）样本空间

沪深两市全部有分红的A股股票（非ST、*ST股），暂不包含创业板股票。

（2）选样方法

1）市值筛选：沪深两市全部有分红的A股股票（非ST、*ST股）。

2）流动性筛选：过去6个月的平均日交易额不低于1 000万元。

3）质量稳定性筛选：① 过去3年的盈利增长必须为正。② 公司在过去12个月的净利润必须为正。

（3）权重设置

股息率加权，并且每只股票的权重不得超过3%，单个行业权重不超过33%。

@青春的泥沼：如果必须选择一个，我选择“定增破发”的中海优势精选混合基金。量化方式参与“定增破发”市场，不侧重某个行业和个股，受单一个股和板块影响小。一般情况下以40%～70%的仓位参与“定增破发”，从历史数据来看“定增破发”要好于定增，定增又好

于市场本身。从实际效果来看，它从2016年4月底转型到2017年，业绩跑赢中证定向增发事件指数。

从目前看，定增市场破发很多，给“定增破发”提供很多潜在资源。

@安仔滚雪球：华宝标普中国A股红利机会指数基金跟踪标普中国红利机会指数，2007年1月至2017年1月，累计涨幅527%，年化收益率20%。值得一提的是，这只指数估值仅有11倍左右，但成长性竟然好于中证500。



A股实盘

◆ A股版全球投资

A股版全球投资（SP1003839）如果跑赢沪深300指数10个点，我就补一点儿A股仓位。



图4-6 A股版全球投资组合收益率走势与调仓图

表4-1 A股版全球投资调仓记录

A股版全球投资实盘组合调仓纪录

2017-07-06	易基岁丰 SZ161115	10.87% →14.45% 参考成交价：1.35		
2017-02-20	红利基金 SH501029	0% →16.59% 参考成交价：1.00	红利ETF SH510880	16.58% → 0% 参考成交价：2.73
2017-02-13	中国互联 SZ164906	7.24% → 0% 参考成交价：1.03	中概互联 SH513050	0% → 7.13% 参考成交价：1.04
2017-02-06	红利ETF SH510880	0% → 16.54% 参考成交价：2.67	300ETF SH510300	16.01% → 0% 参考成交价：3.37
2016-12-15	华宝添益 SH511990	0% → 74.71% 参考成交价：99.86	易基岁丰 SZ161115	2.04% → 2.48% 参考成交价：1.74
	广发聚利 SZ162712	1.65% → 2% 参考成交价：1.39	富国天丰 SZ161010	1.58% → 1.84% 参考成交价：1.06
	纳指ETF SH513100	2.72% →1.37% 参考成交价：1.80	标普500 SZ161126	0% → 1.37% 参考成交价：1.00
	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]

日期	品种	仓位变化	品种	仓位变化
2016-12-12	300ETF SH510300	1.87% → 2.73% 参考成交价：3.47	鹏华前海 SZ184801	0.82% → 0% 参考成交价：110.11
2016-12-09	纳指ETF SH513100	1.33% →2.69% 参考成交价：1.78		
2016-12-07	标普500 SH513500	8.87% → 0% 参考成交价：1.83		
2016-11-28	纳指ETF SH513100	0% → 8.75% 参考成交价：1.82	标普500 SH513500	0% → 8.17% 参考成交价：1.70
2016-11-25	纳指ETF SH513100	11.49% → 0% 参考成交价：1.83	标普500 SH513500	5.43% → 0% 参考成交价：1.73
2016-10-20	易基岁丰 SZ161115	7.82% →13.61% 参考成交价：1.78	广发聚利 SZ162712	7.06% → 11.23% 参考成交价：1.45
	富国天丰 SZ161010	7.18% → 10.77% 参考成交价：1.10	银华日利 SH511880	13.29% → 0% 参考成交价：102.14
2016-10-14	富国天丰 SZ161010	0% → 5.5% 参考成交价：1.11	广发聚利 SZ162712	0% → 5.39% 参考成交价：1.45
	鹏华前海 SZ184801	0% → 4.22% 参考成交价：113.00	企债ETF SH511210	11.49%→ 0% 参考成交价：115.46
	H股A SZ150175	6.48% → 0% 参考成交价：1.03		

日期	品种	比例变化	品种	比例变化
2016-10-13	标普500 SH513500	3.51% → 3.64% 参考成交价：1.50	银华日利 SH511880	0% → 10.14% 参考成交价：102.10
	中国互联 SZ164906	3.09% → 6.17% 参考成交价：1.07	黄金ETF SH518880	2.64% → 5.29% 参考成交价：2.73
	纳指ETF SH513100	4.18% → 8.37% 参考成交价：1.73	德国30 SH513030	1.64% → 3.27% 参考成交价：0.92
	300ETF SH510300	4.5% → 9% 参考成交价：3.36	企债ETF SH511210	5.78% → 11.56% 参考成交价：116.40
	香港中小 SH501021	4.54% → 9.09% 参考成交价：1.08		
2016-09-26	300ETF SH510300	8.55% → 11.84% 参考成交价：3.31	香港中小 SH501021	8.51% → 12.06% 参考成交价：1.07
2016-09-12	标普500 SH513500	7.91% → 8.85% 参考成交价：1.41	300ETF SH510300	7.26% → 8.71% 参考成交价：3.33
	德国30 SH513030	4.04% → 4.44% 参考成交价：0.92	纳指ETF SH513100	7.8% → 10.86% 参考成交价：1.66
2016-09-05	香港中小 SH501021	0% → 8.71% 参考成交价：1.09	中国互联 SZ164906	0% → 7.86% 参考成交价：1.02
	德国30 SH513030	0% → 4.08% 参考成交价：0.94	H股A SZ150175	0% → 16.53% 参考成交价：0.98
	企债ETF SH511210	0% → 15.4% 参考成交价：115.60	标普500 SH513500	0% → 7.9% 参考成交价：1.41
	纳指ETF SH513100	0% → 7.94% 参考成交价：1.70	黄金ETF SH518880	0% → 7.39% 参考成交价：2.84
	300ETF SH510300	0% → 7.33% 参考成交价：3.39		

@不明真相的群众：悬赏征集A股版全球投资中可替代的债类资产。

@收息者： 城投ETF（SH511220）或者鹏华前海（SZ184801），前者最近都是一个季度派一次息，后者是一年派一次息。

@ 神马皆浮云：嘉实元和混合（SH505888）主要投资于中国石化混合所有制改革之后所发股份，基金规模100亿元，50%的基金资产投资于中国石化销售公司，剩余50%投资于固定收益证券。

净值增长稳健，封闭运作，场内交易量还过得去，除2015年熊市期间大跌外，基本没出现过大幅折价情况，供方丈参考。

@ 书剑笑傲：补充一下雪球用户LOF债基组合。易方达岁丰添利债券（LOF）（161115），五年年化收益率15%，晨星评级三年/五年双五星基金，最差三个月回报-3.22%；工银四季收益债券（LOF）（164808），五年年化收益率11.14%，基金经理任职近6年，自基金成立就一直在岗，晨星评级五年五星基金，最差三个月回报-3.75%。我们两个人的LOF债基当前基本是纯债，但基金合同中规定了允许投资一部分可转债，请注意风险，尽管如此，从历史表现看确实非常优秀。

最后，还想说一个，在合润A（150016）不溢价的情况下，即当前如果能在每股1元甚至是每股0.9元附近买入，就可以将合润A视为一个没有利息的可转债，只要兴全合润母基金净值超过每股1.21元，就可获得跟母基金相同的涨幅；反之，如果兴全合润母基金低于1.21元，则合润A净值就一直为每股1元，虽然不是债基却有着债基的属性，也具有保本的特性。兴全合润分级混合是主动型基金，晨星评级三年/五年双五星基金，合润A的五年年化收益率为16.64%，累计净值达到了每股2.15元。

@ 三个自信：博时安丰18个月定开债（LOF）（160515）仓位120%企业债，流动性尚可，定期开放式封债基，目前基本无折溢价。工银纯债定期开放债券（164810）仓位180%企业债，基本平价，流动性稍差。债基还是封闭的主动基金好一些。

◆ “为国护盘”

□ 红利基金



图4-7 红利基金的收益曲线图

□ 景顺长城沪深300指数增强

@不明真相的群众：我买入景顺长城沪深300指数增强（F000311）后，发现它的业绩和华泰柏瑞量化增强混合A（000172）非常相似，可以理解为采用的策略是类似的吗？

@景顺长城：景顺长城沪深300指数增强作为指数增强基金，合约规定投资于沪深300指数成分股及其备选成分股的比例不低于非现金资产的80%，而且要求日均跟踪偏离度的绝对值不能超过0.5%，而华泰柏瑞量化增强混合A是主动量化基金，所以在投资限制上有所不同。

@不明真相的群众：请问一下，"增强"是如何实现的？在某种市场状况下，"增强"的策略会不会变成"增弱"？

@景顺长城：景顺长城量化选股超额收益模型以基本面为基础，以自下而上的选股为主，侧重于在情绪、估值、动量、盈利质量等大类上取得平衡，将跨越周期的稳定的长期配置和灵活的短期配置结合起来。景顺长城沪深300指数增强（F000311）侧重基本面选股，坚持以量化模型为依托，在强调纪律性的同时，不断将新出现的现象

和发现的规律抽象出来，添加到模型中，因子的研究和权重的调整具有前瞻性。量化投资逻辑框架清楚，可扩展性好，容易把各个维度的信息结合起来形成投资决策，有效抓住市场机会。当然，任何模型都会有失效的时候，所以我们的基金也并非可以“总是”超越指数，景顺长城沪深300指数增强成立的42个月中，36个月跑赢沪深300指数，有6个月并未跑赢。但是我们的量化模型基于长期研究成果构建，且经历了较长时间不同情况下的市场检验，所以基金成立以来的各个阶段的超额收益和月胜率都较为平稳。

---

1. 雪球旗下蛋卷基金推出的基金策略组合。——编者注
2. 本文发表时正值上证指数在4 800点之际，高折价的分级A可以看成具备看跌期权属性的高等级证券，分级A在股灾中的涨幅普遍在20%以上。

第五章
选股

基于选股获取超额收益要求管理人对标的有认知优势，雷石价值基金的选股主要基于我对互联网和商业的理解。

买股票就是买公司

◆ 2013年6月“苹果”换成“特斯拉”

特斯拉vs苹果



图5-1 2013年6月～2017年7月特斯拉与苹果股价走势对比图

我将持有的苹果公司股票换成了特斯拉，这是不是一个疯狂的决定？买入特斯拉汽车股票的逻辑如下：

（1）电动汽车规模化生产和销售变成现实。

（2）特斯拉用互联网模式修建汽车用户体验、生产和销售的“护城河”。

@ moutaineer：这个价位重仓配置没问题。首先，亏本的可能性很小，我认为特斯拉仅专利价值就在50亿美元以上。其次，特斯拉有几手关键的牌还未被市场认识，市场会逐渐觉醒。特斯拉年回报率10～20倍是可以期待的，长期更高。这是我2013年1月时关于销量的预测，当时不少朋友也认为这个想法很疯狂。

特斯拉Model S 2013年销量大概是2.5万～3万辆，几年后可以达到每年15万辆。

（1）基本上开过的人的反馈都是超好，体验是前所未有的，就冲这一点，很多人就愿意尝新。

（2）其他公司推出的电动车或者混动车基本上是燃油车的绿色版，性能不行，由于特斯拉的专利限制，几年内对手很难推出有竞争力的产品。

（3）算上政府补贴和节省的油钱，在美国特斯拉Model S 40KWH及60KWH的购车和用车成本并不比宝马系、奔驰E系及其他类似车成本高。

（4）宝马系、奔驰E系和奥迪A6全球年销量都在20万～35万辆之间。关键是存量各有数百万，假设这里面有10%的车主要购买Model S，短期爆发的需求足以将销量推到年售15万辆。ModelX估计顶峰时年销量在5万～10万辆。销量不如Model S的主要原因是，SUV运动型多用途汽车比较重一些，这样续航里程会受影响，但电动车做四驱非常有优势。

@特斯拉GenIII：

售价30 000美元的GenIII不知续航里程有多少？退一步说，如果有售价35 000美元，续航里程超过300公里的GenIII生产出来，我估计在美国会成为畅销车，仅美国年销售40万辆没问题。主要原因是车好，而且算上政府补贴及节省的油费，这车的花费其实相当于一辆20 000美元以下的车，对普通家庭来说也很划算。其他国家和地区销量在20万～40万辆。

总之，稳定后，ModelS和ModelX的年销量在20万～25万辆，GenIII的年销量在60万～80万辆。



图5-2 美股实盘组合收益率走势图

表5-1 美股实盘组合调仓图

时间	调仓	调仓
2017-08-22 22:09:59	纳斯达克100指数 6.9% → 4% QQQ 参考成交价：142.38	陌陌 21.55% → 24% MOMO 参考成交价：38.14
2017-06-16 21:31:04	纳斯达克100指数 分红送配 QQQ 参考成交价：138.38	
2017-06-12 22:12:58	沪深300ETF－德银嘉实 17.06% → 24% ASHR 参考成交价：26.33	
2017-05-19 23:28:36	纳斯达克100指数 16.06% →7% QQQ 参考成交价：138.12	Facebook 14.92% → 25% FB 参考成交价：148.55
2017-05-18 22:02:40	好未来 14.71% → 0% TAL 参考成交价：118.33	Facebook 0% → 15% FB 参考成交价：146.61
2017-05-18 21:47:54	微博 8.93% → 0% WB 参考成交价：73.55	
2017-05-09 21:31:42	好未来 分红送配 TAL 参考成交价：123.64	
2017-05-05 00:25:05	纳斯达克100指数 14..46% →17% QQQ 参考成交价：136.74	沪深300ETF－德银嘉实 13.67% → 17% ASHR 参考成交价：24.55
2017-04021 00:56:32	欢聚时代 5.97% → 0% YY 参考成交价：45.73	
2017-04-21 00:56:32	沪深300ETF－德银嘉实 0% → 14.96% ASHR 参考成交价：25.00	
2017-03-20 21:30:42	欢聚时代 0% → 7% YY 参考成交价：50.60	微博 0% → 7% WB 参考成交价：50.96
	好未来 0% →14% TAL 参考成交价：99.98	纳斯达克100指数 0% → 15% QQQ 参考成交价：131.62
	特斯拉 0% →18% TSLA 参考成交价：261.24	陌陌 0% → 24% MOMO 参考成交价：35.15

❏ 2017年2月27日，减仓微博

微博（WB）卖出一部分，恢复到总仓位5%的配置。

❏ 2017年5月18日，卖好未来，买Facebook

美股实盘ZH1045928卖出好未来（TAL），买入Facebook（FB）。

❑ 2017年5月18日，卖微博，换腾讯

卖出微博，同值现金仓位换成腾讯。

❑ 2017年5月19日，减QQQ，加仓Facebook

加仓Facebook，减纳斯达克100指数QQQ。



港股实盘调仓详情

时间	股票	调仓	股票	调仓
2017.5.19 09:30:21	恒生H股 02828	32.7% → 28% 参考成交价：103.30	腾讯控股 00700	63.3% → 72% 参考成交价：265.60
2017.5.19 09:30:21	腾讯控股 00700	分红配送 参考成交价：265.60		
2017.3.20 11:18:41	腾讯控股 00700	0% → 63% 参考成交价：226.80	恒生H股 02828	0% → 37% 参考成交价：106.40

图5-3 港股实盘组合收益率走势与持仓图

□港股实盘

从美股挪过来一点仓位，加在腾讯上。中国互联网公司在用户体验升级、商业模式创新方面，已经远远走在美国的前面。

@ 布谷99：这种优势来源于文化还是人口红利带来的网络使用优化？比如“双十一”的流量是国外不可能实现的。

@ 不明真相的群众：

（1）规模，中国是全世界最大的互联网统一市场。

（2）竞争和创新精神。

◆ 腾讯增长的确定性在哪里



图5-4 腾讯2011～2017年股价走势图

@ 不明真相的群众：移动互联网的商业化路径是：社交增值、游戏、广告、电商。微信支付和腾讯云方向很正确，和腾讯的资源也匹配，但目前还预测不到未来营收体量。估计2017年腾讯云的营收会到几十亿这个量级。

@ yyc16：方丈，关于微信我一直有个疑问。微信刚出现的时候我是排斥使用的，因为在我看来这玩意儿和手机QQ没有本质区别，干吗要安装一个重复的APP？尽管由于所谓的自我实现，我被迫“上船”，但始终不理解微信和手机QQ本质差异在哪儿？难道仅仅是因为多了一个通讯录导入？

@ 不明真相的群众：微信和手机QQ在功能上没有本质区别，但是，QQ在品牌形象上有瑕疵，用户数量庞大导致的产品气质低端化。这种气质造成的问题是，很难打进用户里面最高端的那个群体。这个定义是如何形成的有复杂的原因，是否准确也有争议，但确实因为这个定义，手机QQ没能成功锁定全部人群，有一些用户就是拒绝使用，而这些用户在话语权、收入水平等方面还占有优势。等一推出微信这个品牌，就成功地把这批用户收入麾下，从此，腾讯的用户就是全部人群了。

@ 等风的风：

和方丈看法不同，腾讯QQ作为PC端软件，经过多年积累已经不仅仅是一个社交软件，还承载了许多其他复杂的功能，移动端软件又天生不具备使用复杂功能的条件，这使得QQ手机端在功能服务上和PC端有许多矛盾不好平衡。这让腾讯有重新开发一款移动端原生社交软件的需求，微信就是基于这样的需求被开发出来的。

微信和手机QQ功能看上去相似，却有几个不同之处。首先是账号体系，基于手机号码申请比基于QQ号申请更适合移动端；其次，QQ空间像是自己的一亩三分地，朋友圈则像是BBS；最后，微信基于工作需要的功能比QQ要少得多。

微信诞生之前，对腾讯来说最重要的事情不是QQ的覆盖人群能否更大，而是在移动端能否重现QQ在PC端的辉煌，这一步如果走错了，就会像现在的百度一样，这关乎企业的生死和行业地位。

@ theone99:方丈觉得微信支付和支付宝竞争，支付宝会输吗?

@ 不明真相的群众：微信支付胜算更大。本质上还是高频应用对低频应用的“降维打击”。

@ 艾小果儿：方丈对腾讯在金融业务和云业务方面的看法如何？未来腾讯游戏业务收入占比会不会慢慢降下来?

@ 不明真相的群众：腾讯的金融业务可能还在探索阶段，目前已形成规模的是信用贷。支付是作为打通交易，尤其是作为服务交易的基础设施而存在。云服务是很好的未来业务，和腾讯的资源匹配，但是其商业模式（TOB的销售）对腾讯存在一定的挑战。游戏业务占比在持续下降，这也是现在投资腾讯比过去风险更低的原因之一。

@ ClirR：从国内看确实微信支付胜算更大，但支付宝也想到了对策，那就是“国际化”。抢先出海，抢占国外线下商户资源，线上开天猫国际和淘宝，培养用户使用支付宝的消费习惯。毕竟海外用户不用微信，微信的高频打低频的逻辑在海外无效。而支付宝在海外商业消费场景这一领域相对于微信支付有着极大的竞争优势。

（1）在通信这个根目录上获取用户，用社交和媒体丰富体验，使其在用户获取和用户黏性方面无人能敌。通信、社交和自媒体都具有“越多人用越好用”的自我实现特征，不容易被新技术颠覆。

（2）商业适当分散，各个业务板块基本做到行业第一。游戏占比在逐年下降。

（3）公司创始人人格和治理结构非常优秀，在投资方面表现出卓越的战略眼光。

@独立日：请方丈谈谈网易与腾讯两家公司未来的增长点，以及可能的天花板。

@不明真相的群众：从目前估值来看，网易比腾讯更便宜，但是我觉得，从长期来看，腾讯增长的确定性超过网易。

（1）从用户获取环节来看，网易基本上是在商业需求层面获取和锁定用户，腾讯则在最高频的通信需求层面获取和锁定用户，腾讯的用户规模和稳定性超过网易。

（2）从商业模式看，腾讯的商业适当分散又有逻辑关系，安全性高于网易。

（3）从公司治理层面看，腾讯更有长远眼光和规划。整体而言，两家公司都不错。我现在实盘中有腾讯无网易，可能有一些偶然的因素。腾讯的用户基本就是中国的互联网用户，对海外用户拓展暂时不要寄予太高的期望，同时对国内用户商业化的潜力不用太悲观。腾讯在既有用户上的商业化方面整体是比较保守的。

@邢天雨Sky：请问您如何看待“苹果税”事件对腾讯控股股价的影响？您如何判断未来腾讯哪个非游戏业务会成为业绩支撑，是广告还是腾讯云？

@不明真相的群众：

（1）苹果收费对腾讯业务没啥影响，至于对股价的影响，我就不知道了。

（2）腾讯的媒体广告业务收入、内容分销业务收入、支付和云服务收入，在整个腾讯收入中的占比持续上升，但体量仍不足以取代游戏业务。腾讯收入上对游戏过度依赖的格局，则有很大的改观。我看好支付（金融）和云服务的发展后劲，有可能出人意料。

@ szraymond：如果我没有弄错的话，在你的美股实盘中，当前单一持股比例最高的应该是腾讯，约35%，而你一直推崇的特斯拉才不到20%，从成长性来说，特斯拉应该比腾讯更有想象空间，我想知道您这样分配背后的逻辑是怎样的？非常感谢！

@ 不明真相的群众：腾讯更安全。

@ 一为投资：方丈，您对腾讯只在国内混得开有没有什么见解？包括阿里巴巴。

@ 不明真相的群众：腾讯和阿里巴巴的产品创新和商业创新能力已经领先全球。在国外混不开主要是公司的信用问题，这个问题不是单个公司能解决的。幸运的是中国市场已够大。

❑ 为什么微信朋友圈会让人失望?

最近有一个说法比较流行，就是对朋友圈的失望，比如无论怎么删除，“朋友圈里面还是有公知和愚蠢的人，同学、朋友甚至是自己的亲戚，都太让人失望”。

如果稍加琢磨的话便会发现这种说法很可笑，因为朋友都是自己挑的，又不是朋友圈包办介绍强行交往的，这只能说明两点：一是你交友不慎，二是你对自己结交的朋友很失望。

关朋友圈什么事啊？但不得不说，这种感受是真实的。可能有两个原因：

互联网上暴露的人格比现实交往中要充分很多。我曾经不止一次听人说，同学四年不如微信群里聊半个小时。“不如”后面也许是惊讶，也许是“失望”。当然，失望的说法也很搞笑，你为什么把希望寄托在别人身上？

更重要的是，随着关注的持续，你对于朋友的信息、价值观、审美趣味越来越熟悉，基本上没有新鲜感了，进入一种认知上的不应期，怎么能不失望呢？

我以前曾经在一家报社工作，从我进入报社那一天起，读者来信基本就是一个腔调：报纸越来越不好看了。从来没有一个读者说报纸越来越好看了，作为一名编辑，我的心都碎了。然后，报纸的发行量一直涨，一直涨……

后来我去了一家网站，从我入职的第一天起，用户就说：网站越来越不好看了。从来没有一个用户说网站内容越来越好看了，我的心又碎了。然后，网站的访问量一直涨，一直涨……

后来我想，这些人觉得报纸或者网站内容越来越不好看，其实报纸或者网站本身并没有什么变化，只是人们对报纸和网站上曾经让人感到新奇的信息、价值观、审美趣味，越来越习以为常，所以失望了。

这时候唯一能解决这个问题的方法就是拓展新的朋友、新的世界。

可是拓展需要能力。拓展能力和需求永远是不匹配的，随着年龄的增长，这种不匹配会越来越明显。到一定阶段，人就只剩下需求，没有任何能力了，就会得更年期综合征。

再后来，连需求也没有了，人就死了。所以说起失望，不如说是对自己能力与需求不匹配的失望。夜深人静时内心真正涌起的其实就是这种失望，然后第二天起来，还是得通过对别人的失望活下去。也许用对别人的失望支持起来的优越感，才是我们活下去的根本动力。

拓展新的、双向度的朋友是很难的，而单向度地关注一些新的信息源倒是相对容易一些，这也可以解释为什么微博不会被朋友圈消灭。

@释老毛：微博不会被朋友圈消灭，但会不会被订阅号击溃呢?习惯微信之后就越来越懒得点微博了，能在一个APP里得到满足就不想登录第二个功能雷同的APP，现在很多大神已经抛弃微博，主营微信号了。

@weald：微博强在实时性、社会性和媒体性，实时性、社会性目前没有可比的竞争对手，而媒体性的竞争对手主要是微信的订阅号、公众号，以及今日头条。

@ 不明真相的群众：会做订阅号的都是职业内容生产者，传统的媒体内容就依赖他们，但最有价值的其实是非职业内容生产者。非职业内容生产的特征是：生产者不确定，生产时间不确定，内容形式不确定。

@Agun：非职业内容生产者确实有高含金量的内容生产出来，问题是基本都被大水淹没了。受众要获取这部分金子成本太高。如果有渠道靠技术或者别的手段能提炼出金子，那就发达了。类似知乎的邀请机制，也是为了让非职业内容生产者生产高质量内容，同时不被劣质的内容覆盖。

◆ Facebook的核心竞争力是规模不是技术



图5-5 Facebook 2013～2017年股价走势图

Facebook是现在世界上最优秀的互联网公司之一，居于很难撼动的垄断地位；创始人扎克伯格是现在世界上最优秀的企业家之一，拥有超人的战略眼光和决断力。

Facebook的主要收入来自广告业务，和腾讯相比，受经济周期的影响更大，这也说明前者的商业开发还处于相对初级的阶段。从理论上来说，Facebook的商业体量是腾讯的5倍左右才是正常的。

@御闲：不同意，Facebook以广告收入为主，并不能说明其处于商业开发初级阶段，而是Facebook没有办法进行深入开发，它并没有微信那种生态化的全方位裹挟用户需求的能力，只有一堆收购来的铁索链船，这种铁索链船实在是差微信十万八千里，微信的商业开发才叫初级阶段。Facebook的优势不是用户数量、国际化，其优势就只有一个，即揽获了欧美发达国家的大量用户，更高人均GDP的用户，更高商业价值的用户，带来更高的广告收入。最多，Facebook是不含微信支付的微信的5倍，“企鹅帝国”迟早超过Facebook。

@ Mr_Elie： 国外的业态已经相对成熟，各个行业都有巨头，互联网公司能施展拳脚的就是自己的本行，在信息流通上做文章。游戏做得再牛，能超过动视暴雪吗？动视暴雪这种专业的游戏公司在自己的领域强大到互联网公司无法染指，但它反而可以利用移动互联网时代给自己创造更多的营收，2017年9月上线的《命运2》爆了个大新闻，第三方要上battle.net（游戏对战平台），动视暴雪这种游戏巨头要开始卖流量给第三方了。而中国，互联网公司的红利好到可怕，它们基本上是随着中国的第三产业崛起而成长起来的，BAT基本是面对一片荒蛮的土地，加上自身还有所有制方面的优势，全社会的资源自然都在往这些公司上靠，不是中国的互联网公司颠覆了什么，而是中国的互联网公司干了欧美国家本该多个行业的人干的活儿。只能这么说，中国现在的很多产业，都在借助互联网公司的资本发展，看看支付宝、京东APP里眼花缭乱的各种服务就知道了，这种事情只会发生在中国，欧美在回家不可能发生，所以Facebook的商业化体量也不可能是腾讯的5倍。

@ 喜加一： 我曾经在Facebook上投过广告，最低只要7美元就可以把你的一篇文章推送给大概500多个你想要推送的人，具体到国家、性别、年龄、兴趣爱好和消费习惯。初次使用会被吓到，没想到还可以这样打广告。我记得我是用信用卡支付的，没什么问题。

@ wuya1019： 方丈，您能否谈谈如何对Facebook进行估值，以及它有什么优势和隐患？

@ 不明真相的群众：

（1）Facebook拥有非常最强大的人际连接网络。人际链接具有“越多人用越好用”的自我实现功能，核心竞争力在于规模而不是技术，所以也不容易被新技术颠覆。随着生活水平的提升和智能手机的普及，用户规模还有很大的拓展空间。

（2）公司的商业化限于广告，还有很大的拓展空间。

（3）公司的创始人非常年轻，战略眼光极其准确毒辣。这可以通过Instagram（跨平台图片社交应用）、WhatsApp（用于智能手机之间通信的应用程序）两个收购案看出来。这两件事情跟腾讯做出微信有极其神似之处。

从估值的角度来看，现在不便宜，但也不贵。我估计其市值达到1万亿美元所需的时间可能比想象中短。

@ 不明真相的群众：利润最大的杀手就是竞争，能消灭竞争，就是“百万军中取上将首级”，能多次消灭竞争就可“封王”。

@ 浪尖人—老董： 目前Facebook的估值合理吗?

@ 不明真相的群众：我觉得严重低估。当然，这并不表示它的股价不会下跌。另外披露一下，我持有Facebook。

☐关于Facebook有几点看法㊟

（1）“在股票价格下跌的时候，最需要扎克伯格出来想办法安抚慌乱的投资者，但是他几乎什么都没有做。”只有那些不知道自己该干什么的、靠混期权为生的CEO才有空去“安抚慌乱的投资者”，幸好，扎克伯格没干这样的傻事，所以证明他适合管理Facebook。

（2）以为Facebook就是卖卖广告的人眼光太短浅，那只是Facebook发展过程中顺路捡到的。能够消除信息不对称，提高效率的，都是好产品。

◆ 陌陌的“护城河”



图5-6 陌陌2015～2017年股价走势图

@ 还没学会止损： 各种交友软件不断推出，陌陌的“护城河”是什么？陌陌的天花板在哪里？

@ 不明真相的群众：对于社交网站来说，用户规模是最大的“护城河”，陌陌在陌生人社交领域占有遥遥领先的市场地位。而且现在陌陌通过直播、视频分享，打造了一个比较恰当得体、可持续的陌生人社交相处方式。

@ 天地无名： 方丈怎么看直播行业，以及欢聚时代股票、陌陌股票？您持有欢聚时代股票和陌陌股票吗？

@ 不明真相的群众：

（1）直播给娱乐业植入了互动元素，让用户体验有了极大提升；直播满足了用户审美趣味多元化的需求，打开了一个巨大的长尾市场。（2）我持有一些欢聚时代股票和陌陌的股票。

直播确实解决了陌陌的一个大问题，不是营收或者利润，而是用户需求。以前陌陌最大的危机是用户质疑在平台上交不到朋友，甚至

质疑上面根本就没有真实的人。现在好了，直播一开，屏幕两端终于找到终极相处之道了。所以直播业务本身会带动陌陌的用户增长，而不是大家理解的把原来的用户变现。

@ 光的深处：陌陌已经丧失其核心竞争力。直播导致所有人都直播。

@ 不明真相的群众：所有人都直播，才是直播的核心竞争力。从直播的业务形态上说，越长尾，越扁平化，平台的价值越大。在这方面做到极致的是“快手”。

直播这件事，说明了两点：

（1）对于娱乐内容的任何前置质量把控，都是没有意义的，消费者的口味变幻莫测。

（2）互动才是娱乐的核心。

@ 完美时光：能否谈谈您对陌陌CEO唐岩的认知?

@ 不明真相的群众：看似无厘头，实际很靠谱儿；态度很傲慢，内心很温柔；不按常理出牌，却偏偏是对的。

@ 快乐圆周率：陌陌的直播和其他直播平台有什么差异性优势?

@ 不明真相的群众：

（1）陌陌用户的需求、应用内的场景与直播完全契合，所以用户获取成本低、转换率高，可以让同样的业务，做到比竞争对手利润率高。

（2）主播分布比较长尾，对头部主播依赖程度低，议价能力强，所以利润率高，系统风险小。

◆ 微博是个“愁人”的产品



图5-7 微博近期股价走势图

没事瞎操心的人在饭桌上都加微信不加微博了；微博的用户增长，据说主要靠非操心人士。

数目庞大的不操心人士是这个世界的现实，这是无法改变的。如果一个产品要拥有庞大的用户群，要进入这个人群，必须基于最贫乏的精神需求提供服务。对他们来说，媒体服务太奢侈啦。

没事瞎操心的人又操心了，微博盈利模式是啥呀?

我不得不再打击一下没事瞎操心的人，搞到2亿用户是这个世界上最难的事情，从2亿用户身上赚到钱，是这个世界上最容易的事情，不劳大家费心。

所以，对于微博，盈利模式是伪问题，用户数量才是真问题。现在微博在特定群体的渗透力度和速度还是惊人的。

按照新浪微博现在的“平台化”战略，媒体功能可能会成为其平台功能的一个组成部分，那么在媒体之外，新浪微博会提供什么服务呢，这些服务会不会成功呢？那得看新浪微博能不能找到和满足不操心的人的需求，那些更基础、更低端、更贫乏的需求。腾讯QQ就是靠提供这些服务成功的。

所以说，微博现在还是个愁人的产品，什么时候不操心的人也用了，它就牛大了。当然，光操心人士用其实也不错，但大家就不能对它寄予过高的期望。

@求其多：很赞方丈的观点，就你观察而言，现在新浪微博草根化发展的如何？

@不明真相的群众：你可以关注一下新浪微博在春节期间的推广活动，如换火车票、回家邀亲朋开博。

@ 啄木：如果新浪能和开心网合并，可以马上把操心和不操心人士连接起来。

@ 不明真相的群众：这是三年前对新浪微博的分析，大家复盘检查一下？

@speculatorking：特定群体其实更有价值，关键是怎么推进“大数据+精确定向广告”。比如在晒包控旁边显示奢侈品广告，这个广告位还可以搞成竞价式的，利润会好看一些，但“牛皮癣”广告可能会上位。

@ putishu：2014年微博货币化遇到的核心问题是，用户真正在上面消费的品类（时政新闻、评论、八卦）不对应可交易标的。品类，类似于巴菲特说的“子宫红利”，是命。方丈，请问是什么意思，是不是说用户不会用货币购买微博上的标的？

@不明真相的群众：如果微博上大家讨论的是汽车、房子，那么很容易把用户导到汽车和房子的交易上去，商业化价值很高。但大家讨论时政热点，并不会有一个实物可以交易。

◆好未来：卖出比买入更难

@a300：方丈对好未来这家公司以及目前估值的看法如何？

@不明真相的群众：我非常喜欢这家公司，它所处的行业需求比较旺盛，而好未来的业务模式具备相对比较强的竞争力，市场份额还有较大的增长空间。从估值的角度看，股票并不便宜，买入的决策很难，卖出的决策更难。所以我选择持有，直到它的增长碰到明显的天花板。

◆阿里巴巴的治理风险㊟

@快乐的兰亭：方丈，您对阿里巴巴如何点评？比较一下阿里巴巴与腾讯控股的竞争力，以及您更看好谁？

@不明真相的群众：阿里巴巴可以称得上是伟大的公司，它开创的商业模式最大限度地利用了技术进步，重组了社会资源，并且符合中国的社会现实。但我不是很喜欢现阶段的阿里巴巴，主要是不喜欢它的业务"布局"。

我觉得最主要的风险是：

（1）电商业务的更新，比如京东这种重资产直接介入物流的方式。

（2）马云成功"神话"前后的治理风险和信任危机。

其实我觉得阿里最应该买的是百度（BIDU）。阿里巴巴需要流量，百度还是最大规模、最稳定的流量来源，而且流量质量好，是经过分拣的。百度面临的根本问题是搜索行为在用户的互联网行为中权

重下降，这个趋势不是百度可以扭转的。百度的人工智能是可以成功的，只是成功大小的问题，本质上，百度搜索引擎就是信息索引的人工智能成果。

◆ Twitter长期价值有限

@ kevin23： Twitter作为一个拥有3亿用户的平台，没有绝对意义的竞争对手，怎么也值200亿美元吧?

@ 不明真相的群众：产品升级能力很弱，公司治理结构不佳，长期投资价值有限。

@ 循高： 方丈怎么看Twitter的未来?

@ 不明真相的群众：Twitter的主要问题是公司治理结构不行，导致公司没有驱动力，长期看价值有限。

◆ 百度无法改变从“搜”到“刷”的世界

@ 房道： 方丈对百度这家公司的看法如何? 按理说百度处于垄断地位，现在看好像还有不少竞争对手，搜索引擎未来市场空间如何?

@ 不明真相的群众：我觉得百度面临的问题有两个：

（1）在移动互联网时代，搜索行为的权重大大降低，用户的主要行为从“搜”变成了“刷”。

（2）因为看到这个问题，百度的管理层有点儿着急，应对这个问题的做法有点儿过于急切，有点儿为变而变。

@ putishu： 很好奇为什么“刷”移动互联网会比“刷”PC端多，是碎片化时间变多了吗?

@ 不明真相的群众：从PC时代到智能手机时代：

（1）互联网的覆盖率有5～10倍的提升。

（2）人均在线时长有5～10倍的提升。

（3）手机的操作界面不适合输入和搜索，但适合“刷”。

@ 得牛啊：方丈很少提百度，觉得百度有没有超预期的可能?

@ 不明真相的群众：百度和Google都无法改变在移动互联网时代搜索行为权重下降的事实。

◆ 欢聚时代的挑战

@ llllllllllllIIII：看到方丈投了很多互联网公司，也回答过同类问题，我想问一下您对欢聚时代的看法，它是不是一家值得长期持有的公司？具有发展潜力吗?

@不明真相的群众：对它的估值很低。直播这个商业模式很好，但是在移动互联网时代，它的用户获取方式以及主播的运营模式都面临比较大的挑战，而目前还看不到特别好的应对这个挑战的办法。我持有一些，是私有化的时候买的，不算重仓。

◆ 特斯拉的风险是马斯克的精力

特斯拉（TSLA）



图5-8 特斯拉近期股价走势图

@不明真相的群众：你觉得最可能导致特斯拉失败的原因是什么?

@李想：至少在美国，市值最高的那些公司，老大都专心只搞一家公司，比较专一。所以马斯克的精力是最大的问题，伟大的公司是老大决定的，这个问题在美国更为严重。

@快乐圆周率：请问方丈，2013年的时候很多人试开特斯拉，都认为特斯拉工艺太粗糙，完全不像一辆10多万美元的豪车。现在方丈关注的特斯拉有哪些改变和不变？影响大局吗？

@不明真相的群众：工艺是粗糙，但工艺粗糙一点儿都不重要。特斯拉现在的主要改变是产能提高了，成本就会降下来。这个最重要。

@王冠：现在买入特斯拉是合适的时机吗？

@不明真相的群众：是不是最合适的时候，以后才有答案，但肯定不是最不合适的时候。

@ 仓佑嘉措-Leo：这个角度好像哪里不对吧？首先，石油的最大消耗部门是化工行业而不是汽车行业；其次，电动车所需的动力也要靠传统能源在发电厂发电，汽油车转电动车后能耗提高了，只是节省了一些传统能源而已。方丈觉得呢？

@ 不明真相的群众：汽车电动化不会造成石油需求下降，但可能导致另外一个问题，那就是储能技术的进步。能源无法大量存储是能源供应链运作的基本前提，但是储能技术的进步有可能使零散的能源可以被收集、存储和使用。比如，太阳能屋瓦加上家用储能电池，可能使大部分建筑能源能够自给，甚至有可能向电网输出。不要以为这是天方夜谭，大家外出游玩时可以注意观察，路灯现在逐步都用"太阳能+风能"，不用接电线了。我前几周去阳台山爬山，就发现没有电线的深山里都有路灯。

无人驾驶对世界的改变也将远大于电动汽车。我觉得，无论是设计还是电池储能技术，都无法成为某一家汽车公司的独门绝技，就像内燃机技术一样。与之相比，服务于无人驾驶的数据和计算能力更具垄断性。

◆ 苹果不乐观

@ 坐看云起2006：请问方丈，您为什么不看好苹果？您怎么看腾讯目前的估值？

@ 不明真相的群众：

（1）苹果面临的竞争会恶化，安卓提供的体验越来越接近苹果。

（2）腾讯目前估值正常，说不上便宜，也谈不上特别贵，但公司发展的确定性比较强。

我对苹果和Google的发展都不乐观。

◆ 网易有没有"创新机制"

@ 卡欧斯低风险：为什么网易的创新能力这么强？虽然说腾讯、阿里巴巴是目前最厉害的互联网公司，但是很少能做出让人赏心悦目的产品。网易这家公司的很多产品征服了我这个文艺中年。比如，网易云音乐、设计感、用户互动、歌单推荐都完胜腾讯QQ音乐；网易公开课是一款很有情怀的公益产品，我就是从这上面学到了诺贝尔经济学奖得主席勒教授的理论，摸到了股票市场的大门；网易游戏，几乎款款都是精品。但是，我最想说的是两款产品和两个人。

原来，我觉得电商这个行业是绝对的红海，可是网易居然搞出了一个叫“严选”的APP。这个软件简直搔到了我这种“宅男”的痒处。总体而言，它就是专门找那些奢侈品牌的代工厂商，生产“严选”自有品牌的产品。东西品质确实不错，价格又比较便宜。关键是每样产品的价格差距很小，对选择困难症患者来说简直是解药。可以说，满足了想要消费升级却囊中羞涩的人的需求。这个APP一开始推广又巧妙地利用了丁磊养的“生态猪”这个互联网爆点话题。

另一款让我赞叹的产品是网易的蜗牛阅读。电子书阅读其实现在是三分天下，即Kindle、小米的多看和掌阅。腾讯的QQ阅读和豆瓣的豆瓣阅读其实都是一手好牌打烂了。电子书阅读这个行业需要相关部门出来管管，各个平台之间的书是不能流通的，所以，其实在一个平台上书买得多了，就对那个平台有依赖性，比如我就是多看的老用户，我在上面读了几千小时的书。书也买了很多，让我切换平台的话，我不可能新买那么多电子书。但是网易居然就想出了一个买时间、书随意读的订阅模式。这个模式回避了原来老用户因为买书多带来的切换高成本问题，再配合领读的全新荐书模式，又在沙漠里开辟了自己的一片绿洲。

我想说的两个人，当然是陌陌的创始人唐岩和雪球的创始人方丈，中国互联网公司那么多，但是网易无疑是最贡献创业人才的企

业。所以，无论是APP的成功，还是网易的人出来创业，都说明他们很擅长在一个有巨头的市场里找到一个需求盲点。

@不明真相的群众：我估计网易能做得好，就是因为老板从来不琢磨“创新机制”这种搞不明白的东西。

◆东方财富有可能是A股最好的互联网公司

@快乐圆周率：为啥方丈认为东方财富是A股市场最优秀的互联网公司?

@不明真相的群众：

（1）东方财富的股吧是优秀的互联网产品，实现了用户生产内容，越多人用越好用（至少某一个阶段是这样的）。

（2）在股吧之后，东方财富的商业模式探索，包括网上基金超市和互联网券商，也是非常成功的，没有走上容易走却有无数坑的炒股软件、投资顾问服务那条路。

（3）能在几个阶段、几个环节取得成功，说明公司的成功不是偶然的。

@不明真相的群众：总的来说，金融服务业有很多方向可以努力，只有一件事情是不能努力的，就是帮助投资者提高收益。所谓很多坑的炒股软件、投资顾问服务，就是在往帮助投资者提高收益这条路上走，结局大家都看见了。

◆今日头条的天花板

今日头条的估值有百亿美元是肯定的，能否达到千亿美元还不确定。

（1）今日头条面对的用户需求足够大——就是无聊，想通过消费内容来消磨时间。

（2）自己生产内容，价值是有限的，市值做到百亿美元基本不可能，只有做内容和用户需求的链接，才有可能做到百亿美元。

（3）其他媒体会借鉴，但知其然和知其所以然完全不是一回事儿，诺基亚也可以做智能手机，宝马也可以做电动车，没有什么不可以的。

（4）今日头条的主要商业模式是广告，它抢夺的是百度的市场份额，你看百度都做到600亿美元了。

今日头条这个产品不错，张一鸣这个人不错。

@不明真相的群众：今日头条抢的主要是搜索引擎的“效果广告”，而不是传统门户网站的“展示广告”。为什么？今日头条本质上是个搜索引擎，在你懒得搜、不知道该搜什么的时候，帮你搜好，放你面前，所以它的广告也一定是类搜索引擎的。

@御闲：

（1）感觉今日头条抢不了百度的份额，抢的是传统门户网站的，但传统门户已经日趋衰微了，即使把新浪、搜狐、网易的门户流量全给今日头条，也超越不了百度。原来是人们想了解资讯，需要在电脑上打开三大门户网站网页，阅读网站编辑们提供的资讯；现在是在手机上打开今日头条，“刷”一下，今日头条按用户画像匹配用户感兴趣的资讯。但与百度不相干啊，每次搜索都是问与答的过程，是搜寻答案，是解决问题，答案旁边的广告和花边新闻旁边的广告，价值是明显不同的，搜索背后的人工智能和用户画像背后的人工智能也是明显不同的。百度虽然不被看好，但如果连今日头条都鄙视，那就太过了。

（2）今日头条连接资讯，但是已有的资讯在新鲜度、突发性、用户视角方面都比不上微博。

（3）今日头条的模式还是太容易被模仿了，各种流量入口都能学，UC浏览器在学、hao123（上网导航系统）在学，用户没有绝对的黏性，特别是像雪球这种专业资讯平台、细分流量市场，今日头条更是无法侵入。总的来说，原来的门户流量就是今日头条的天花板，只是现在移动化了，手机上网用户大幅多于原来PC上网用户。

◆ 几大电商巨头的生意经

腾讯是自有铁路，开发沿线地产，最赚钱的是自营游戏；阿里巴巴是自己盖了一个全世界最大的商场，以收铺租为生，现在还卖水卖电；京东是自己开了个百货商店，也出租一些周边店面。

@ 薛定谔家的小猫：互联网商业地产这样的类比简单明了，但是一旦商家开网店的成本过高，就会影响商家的数量，租金也会下降。另外，淘宝和天猫是不是很难解决所有假货的问题?

@ 不明真相的群众：本质上，互联网商业地产的价格是租户定的，所以不存在过高或过低的问题。至于假货，要看对假货的定义，以假乱真能解决，并且能够解决得比线下渠道都要好；而知假卖假，知假买假，这个问题永远解决不了。

◆ 民生银行：投资银行好赚钱吗?

关于民生银行，现在这个节点是特别有意思的。

第一个问题是，以前有种判断，认为民生银行是纯粹的民营企业，在治理结构、激励机制上也许会有优势。但现在来看，基本可以确定这个优势并没有表现出来，反而成了劣势。

现在应该思考第二个问题：这个劣势导致民生银行市值只有招商银行的一半，在中国银行业整体同质化的情况下，这个折价，是不是

市场的过度反应？如果是过度反应的话，是不是会有一个估值修复的过程？

如果能做出这个判断，也许会是一个重大的交易机会。

@唐朝：关于第二个问题，我的答案是：是。目前市场恐惧的是坏账，可是那些坏账“生产基地”，例如钢铁煤矿啥的，现在已经吃上“鲍鱼”了，但市场依然担心着它们的贷款。等预期和现实对不上号的时候，报复性回归就会到来。现在要做的就是：等。

@群兽中的一只猫：第一个判断的前提是错的，民生银行股权看的是民企。但实际经营上，民营股份的话语权是很小的。基本和招商、浦发这些银行没太大区别。体制优势是相对于四大行来说的，对其他商业银行没太多优势。以前特殊于其他银行的竞争力是产品。这一年多主要是因为管理层不稳定导致组织结构混乱，从而导致一系列问题。但这些因素都是暂时的，在分类别同质化的前提下，估值修复是可以期待的。云蒙自己以前也是业内人员，所以做此判断可以理解。目前投资银行业还是好赚钱的，但如果以后行业转折点慢慢开始，现在很多一知半解赚到的钱都会吐回去。

◆诺亚财富卖什么

诺亚财富2013年～2014年的业务确实主要是帮房企募资，而不是卖信托，准确地说，它已经把信托业务甩开了。诺亚卖的产品有过几次大的转换，从早期的私募股权投资，到信托，再到房地产基金，令人奇怪的是，几次切换都还比较成功。所以诺亚赖以生存的不是某一类型的产品，而是市场融资需求驱动的不同类型产品与相对稳定的客户之间的链接，因此对客户的把握能力就非常重要。比如，有的公司卖信托是靠从银行那里“飞单”(注)，根本接触不到客户，对客户的把握能力就差很多，即使把业务量做大，持续性也要差很多。

◆ 纳斯达克100指数：成长可继续，股票真不低

@ stianxiao： 方丈怎么看纳斯达克100指数？重仓股价格都不低了，能简单分析一下其成长和风险吗？

@ 不明真相的群众：公司成长是可以继续的，股票估值是不低的，波动风险是有的。

◆ 易车网没有解决根本性问题

@ 小石头爸爸： 对于特斯拉，方丈长期看好并且重注，现在看来是非常正确的决策。易车网也是起起落落，现在貌似又有活力了。方丈能不能点评一下易车网？

@ 不明真相的群众：易车网属于有自己的玩法但始终没有解决根本性问题（竞争）的公司。比如在“网站+广告”的时代，易车网在商业模式方面进行了很多创新，但根本问题是：用户获取方面的问题始终没有解决，所以花了很多资源去买流量。现在易车网在金融上押了很多注，但是这块业务面临的竞争将会是相似的。

◆ 在富士康上亏钱

@ 还是那只牛： 富士康最高亏损80%，方丈对此有什么思考？

@ 不明真相的群众：富士康对具体的管理效率层面有一些研究，但是对大的行业背景研究还不够，比如劳动力成本的上升，比如大客户企业摩托罗拉、诺基亚的衰落。

◆ 搜狐：增长动力不足

搜狐现在属于增长动力不足，也没有决断砍掉其亏损的业务。如果你没有能力清算它，建议谨慎投资，不要被每股现金之类的数字诱惑了，那不是给小股东的。

@炒饭锅锅：分享一下我对搜狐的几点看法。

（1）关于游戏，是否忽略了网页游戏的快速增长，畅游有多款网页游戏面市。

（2）门户在微博的冲击下是在走下坡路，这块给的估值还得研究。

（3）视频的发展是这两年互联发展的趋势，综合各方研究报告，视频规模100%增长，未来越来越多的电视广告主将转向互联网视频。走视频这条路是对的，至于走得多远，还得跟踪。我看好“门户+视频”的模式，甚至超过优酷这种模式。

（4）关于搜狗，目前看到的是靠浏览器的推动成就目前的搜索市场份额，在奇虎360安全浏览器的打压下，要是没有了搜狗浏览器，还能有这样的竞争力和市场份额吗？还得跟踪。关于输入法，因为入手搜狐不久，没仔细研究，没有发言权。

◆ 途牛：度假旅游是不是好生意?

@ 陈锦轩：方丈能点评下途牛吗？已经全仓了，因为看好未来旅游市场的潜力：二三线城市的人还没有养成旅游消费的习惯，再者途牛正在做高品质的旅游产品（促进盈利），海航、京东、携程也已入股，且途牛一直占有在线旅游度假市场的最大份额，同程估值200亿元，驴妈妈估值100亿元，途牛市场份额远高于这两家公司，目测用户数也远高于这两家公司。

@ 不明真相的群众：度假旅游不是好生意。需求低频，竞争同质化，利润率低。

◆ 点评类公司并不容易形成社交关系

大家都希望能在自己的网站上固化用户关系，但并不一定总能成功，比如点评类网站。为什么点评类网站不容易形成社交关系？核心问题在于信息的发布与获取是脱节的。点评内容生产的核心驱动力是吐槽，吃了顿饭，去了个地方，很扫兴，那么点评一下，主要是为了发泄情绪。希望谁来看到这些吐槽内容呢？肯定是希望全世界都知道，尤其是希望会来这里消费的人知道，不限于我的好友（所以对社交没有依赖），有时候，用户甚至希望匿名发布。信息能够固化在店家、景点上，发布者就会很满意，点评完就痛快了。获取呢主要是以查询为入口，而且有明确的查找对象（店家、景点），那么查找行为就不会是以人（比如好友）为主要纬度，当然，如果查到了好友发布的点评会很惊喜。所以，点评类信息的生产动机和获取路径都不依赖好友关系，它们从各自的需求出发，通过结构化沉淀（比如店家、景点），用搜索来匹配，彼此是脱节的。这可能是点评类网站不容易构建用户关系的原因。这样也可以看出，点评类网站的核心价值在于结构化组织的UGC库，而不是用户关系。但是，如果反过来，情况就不一样了。在已经有用户关系的社交网站上做点评，对于信息发布者来说，能起到与在点评类网站上发布完全一样的效果，而既有的用户关系很可能引来好友的同情和帮腔，那就更痛快了。而网站方唯一需要做的是建立点评信息的结构化组织颗粒，比如#酒店#，这就万事大吉了。另外，炫耀类信息对社交网络依赖性很强，所以基本得依靠社交网络或者发布人自己构建用户关系。

◆ 媒体类公司需要聚合平台

任何一家媒体机构的自产内容在数量上都没有意义，但在质量上有意义，所以需要靠聚合平台把它们聚合起来。

@花与滌：信息没有高低贵贱之分，对不同的受众会有不同的价值，所以我觉得质量这种说法不太能站得住脚。而这也正是信息聚合平台与人聚合平台交会之后引爆的价值。信息与人做了对接，再垃圾

的信息、再差的人都会一一对应，找到自己的所属。这可能就是所谓的社交网络的价值吧。

◆ 奇虎360的关键是转型

奇虎360 (QIHU)



●文章发表时间：2011-03-31　数据采集时间：2017-09-01

图5-9 奇虎360上市到退市股价走势图

奇虎360 2011年在美股上市时，股价一度涨得不错，市值迅速地超过了搜狐，真是后浪推前浪。

不过还是有很多人疑惑，奇虎360的装机量和用户数量大得吓人，赚的钱却不及用户数量同样量级的腾讯QQ的一个零头，这是怎么回事呢？又或者说，它以后会不会赚得跟腾讯QQ一样多呢？这里面一个最重要的问题就是对奇虎360产品的理解。

当然，有一点当时来不及解释，据说当时奇虎360的“扣扣保镖”能够获取所有腾讯QQ用户的用户资料和好友关系，所以腾讯QQ最担心的是奇虎360利用这些资料推出自己的IM产品。

现在回头看，奇虎360并没有推出IM，以后也未必推，因为周鸿祎未必做这类没有创意的事情。但奇虎360做IM的传闻也好、期待也好，背后的问题是，奇虎360虽有海量用户，但基本上应该还属于一个软件，软件用户的特征是用户与用户之间没有交互，不创造内容，不形成用户关系。在这种情况下，不是奇虎360不想，而是很难从这些只与机器交互的用户身上赚到大钱，所以现在它的盈利模式特别脆弱，基本就是卖流量。

奇虎360当然不甘于此。奇虎360上市后，周鸿祎在做访谈时就说，要尝试“从软件公司模式变成互联网模式”。

其志不小，但能不能转型成功，也不是只有想法就可以止步。那么对投资者来说，这意味着什么呢？那就是目前对奇虎360的估值都建立在对这个转型的押注上：如果转型成功，那么现在的价格依然是地板价；如果转型不成功，那么现在的价格是天价。

◆雅虎股东应以什么价格出售股票?

雅虎 (AABA)



数据采集时间：2017-09-13

图5-10 雅虎近期股价走势图

2012年的阿里巴巴回购提供了很好的估值工具，大家可以初步统计一下：

（1）阿里巴巴回购20%股权，获得的现金要减掉税。

（2）按最保守的原则，剩余的20%股权同样估值。税收方面也许有些区别。

（3）支付宝的补偿。

（4）专利费用一次性折现。

这样统计一下，再加上雅虎美国的业务、雅虎日本资产价值、雅虎所持现金，就可以算出现在的雅虎股东应该以什么价格卖出雅虎股份。一旦50亿美元回购实施，股价也许会动荡不已。

@王吉陆：支付宝的补偿是支付给阿里巴巴集团20亿～60亿美元，这次回购之后，雅虎还有20%的股份，但不代表它就可以获得20亿～60亿美元的20%，因为阿里巴巴集团拿到补偿不代表要以分红的形式分给股东。

@雨枫：雅虎的市值减去现金，再减去阿里巴巴和雅虎日本的估值，估计很早以前就已经是负的了。个人认为，这代表了一种对于流动性的折扣，就像一张定期存单，没有办法提前支取，所以大家宁愿折价卖掉。

极端情况下，一家原本市值1 000亿美元的公司做了个决定，说自己永远不分红、不回购，那么它的股价多少钱是合理的？我的理解是0，这代表无限大的流动性折价。所以实际上所谓内在价值的概念，其实是要以管理团队“理性人假设”为前提。

至于雅虎股价，我认为能推动它上涨的主要因素，将会变成对雅虎日本的股权处置的预期。如果雅虎连日本资产也卖掉的话，这个股票也许会大涨，因为下一个预期就变成“谁会收购雅虎”了，这通常会有很高的溢价。

@weald：出让股权太多，利空；丧失第一大股东地位，利空；出让股权估值过低，利空。如果我是雅虎，一股都不会出让。

□ 我给雅虎开个药方(注)

雅虎现在的主要问题是，既有主营业务（雅虎美国）形态陈旧，增长乏力；公司在互联网产品、技术方面的创新能力枯竭，基本很难抓住新机遇咸鱼翻生（比如新浪抓住微博这个机遇）；公司拥有价值惊人的亚洲资产（阿里巴巴集团股权、雅虎日本股权），但是与主营业务完全没有协同效应，对这些资产的控制也岌岌可危。

药方：

主营业务（美国雅虎）前景黯淡，现在还值一些钱，以后会越来越不值钱，所以要尽快卖掉，比如卖给微软这类想坐互联网末班车的没落贵族。

雅虎日本前景也不太明朗，而且面临失控，比如它已经使用Google的搜索引擎了，所以也是早出售为佳。

将售得的这些现金直接分配给股东，就再也不用操心互联网创新那些烦心事了，让新东家去操心吧。当然，要缴纳的税款是很多的。

出售完这些资产，上市公司雅虎剩下的就是阿里巴巴集团的股权，这是目前雅虎最优质的资产，一定要紧紧拿住啊。现在大家对阿里巴巴集团的预期都是做成千亿美元级别的公司，如果做成了，雅虎上市公司剥离美国和日本资产，还值将近400亿美元。

◆ 我建立了一个新浪的估值新模型

新浪（SINA）



图5-11 新浪近期股价走势图

（1）新浪微博的UV/PV已接近门户网站，用户总在线时长已经远超门户网站，流量质量也远超门户网站。

（2）假设新浪实在找不到微博的盈利模式，最后的出路是像奇虎360一样卖流量，那么新浪微博最保守的流量价值是新增一个门户网站。奇虎360 2011年卖流量能卖1亿多美元。如果连奇虎360都卖不过，微博就只好死了。

（3）门户网站，乐观估值20亿美元左右，每股35美元。悲观估值13亿美元，每股20美元。

（4）新浪整体估值：乐观估值每股70美元，悲观估值每股40美元。

（5）跌破每股40美元时大胆买入。

@连天雪：腾讯肯定比新浪更靠谱儿，但考虑到双方市值的不同，每股140港元的腾讯和每股68美元的新浪，哪个更靠谱儿就不一定了。

@akan2003：门户网站的估值在降低是确定无疑的，广告价值也有限，总觉得新浪的盈利模式还在摸索，目前新浪微博的媒体信息属性还是过于强势，与本身的门户价值冲突，微博的其他三个属性价值没有开发出来，即平台扩展属性、社交关系属性和渠道流通属性，如果这三个属性价值被开发出来，也还是不错的。我自己也没有想明白催化剂是什么，比如奇虎360的催化剂是搜索和背后的广告系统，还有移动互联网的奇虎360ROM（只读存储器）入口，或者是做所有ROM的平台入口（芯片厂或手机厂在这方面更有优势，比如联发科、华为海思、展讯，这也可以解释为什么华为与奇虎360合作突然降温），我个人更憧憬奇虎360通过个人浏览器行为模式分解，挖掘识别你的固定消费或特定消费模式。

@闲看风云：问题是门户与微博会打架，一个公司投在新浪上的钱就这么点儿。

@不明真相的群众：

（1）“门户与微博会打架”，这是只看到新浪，并没有看到大的行业格局变化。微博和门户网站对应的都是用户的媒体需求，但是新浪在微博时代所处的地位比在门户时代有利得多。门户网站是最难做到差异化的互联网业务，四五家在那儿死磕，新浪虽然领先，但完全说不上垄断，而微博基本上把其他几家都干得差不多了，搜狐、网易、凤凰实际退出，腾讯在勉力维持。投资者最喜欢的不就是垄断吗？这就是垄断。

（2）“一家公司投在新浪上的钱就这点儿”，这是只看到展示广告，没看到互联网盈利模式的变迁。展示广告转化率奇低，是最不合理的媒体商业模式。就是靠这个商业模式，几家门户网站至少也做到

了百亿人民币量级的营收。微博的登录使用属性、长在线时间、互动性，为商业模式创新提供了很大的可能。移动客户端的Promoted Feed（广告系统）就是其中最有可能的一种。

这是针对你的两个观点而言，至于新浪管理层能不能做好这些事，或者现在的股价有没有低估，那是另一回事儿。

@互联网主义：新浪的产品能力确实差了点，但是微博作为新闻平台仍不失为下一代的媒体，价值不可低估。

@略懂哥：我觉得UV或PV与在线时长并不能说明站点的流量价值。奇虎360的流量价值在于是导航网站，用户登录奇虎360导航，就是为了最终能访问非奇虎360的网站，所以流量好卖。微博则不一样，微博是一个好的入口，但不是出口，用户进去不是为了出来，而是为了留在里面。所以流量不能算是新浪微博的估值基础。

---

1. 本文写于Facebook上市半年内，股价相对于发行价腰斩之时。
2. 本文发布于2012年4月19日。
3. 就银行业务来说，飞单指银行工作人员利用投资者对银行的信任，卖不属于银行自己的理财产品，从中获得高额的佣金提成。——编者注。
4. 本文写于2012年9月11日。

第三部分
问答及方法论

第六章
问答

为什么在雪球上的网名叫“不明真相的群众”？

@不明真相的群众：表明我的世界观和投资观。

赚钱与亏钱

◆ 有没有收取分红超过本金的股票？

@ 邵阳的马甲：2008年金融危机的时候以每股三四港元买的江铃B，当年分红3毛钱，到2017年分红港币1元多。每股30港元左右时卖了大部分江铃B，剩下一些2017年春节前刚卖了换钱，将所有港币买入粤高速B。

@ 东博老股民：我手中没有这样的股票，我手中成本最低的是民生银行，每年分红再投资以后的成本是几毛钱，每年的红利还是达不到本金。

@ 看财报：有的，上杭农商行。现在每年派的分红约等于当年的本金。

美的集团（含美的电器阶段），目前每年分红基本等于当年的买入成本。另外，不是股票可以吗？曾经在2003～2006年买入多只封闭

式基金，每份成本0.5～0.6元，每份净值0.8～1元。经历了2007年大牛市，大部分净值超过2元，每份分红超过1元。

@ clarencechan96：我奶奶在深发展没上市前买的2万股，后来上市以后1股原始股换20股，持有到现在还在收息。

@ Ten-Bagger：大约2009年开始持有香港电视（01137），当时成本每股2港元左右，跟着数年派息，兼出售业务，2012年曾每股派2.5港元特别息，所以已超越本金，近来公司亏损，股价下跌，没有派息，也不影响本金。

◆ 总结一下你在海外赚钱的原因

如果你投资海外股市赚钱了，总结一下原因，比如：

（1）海外市场的风格更适合自己。

（2）买了自己更熟悉和了解的股票。

（3）赶上牛市，站在了风口。

@稳定的个人投资者：我觉得，首先是在欧美经济复苏进程中，海外股市处于牛市，在这个大背景下盈利概率较大；其次是投资中概股为主，一是相比海外投资者有信息优势，二是国内资金流出后投资标的较为集中，推升了部分中概股，趋势性上升的行情持续。

◆ 你有海外投资亏钱的经历吗？

说完了快乐的事情，来说说悲惨的事情。

如果有的话：

（1）是怎么亏的？越具体越好。

（2）为什么亏了？你认为是运气差，还是对国外市场不了解，抑或是自己水平不行？

@强哥cascode： 首批QDII（合格境内机构投资者）是在中国和国际市场最高点的时候推出的。记得第一次发行了四只基金，其中的嘉实海外，还要按比例配售！结果，打开封闭期的时候就亏损，到现在还差不多亏一半。

@ 不明真相的群众：动机上不好这么说，所谓高点都是事后总结，当时都认为是起点呢。

@tomhank-不预不辩：

（1）刚搞美股的时候，按操作A股的习惯，看图操作，不看基本面，开始赚了些，结果有一次买入一只股票，因为业绩没达到分析师预期，开盘就暴跌，我事先设置了亏10%市价止损，结果在亏40%时才止损，收盘收在亏70%附近。

（2）美股和A股不一样，只看基本面，基本面出了问题（丑闻、业绩没达到预期等）,立马就暴跌，因此不能照搬操作A股的套路，所以我现在是在A股市场投机、在美股市场投资。

@天天狗尾草： 2010年的时候，有阵子空仓没事干，看到外汇交易的广告，心血来潮找了家外国经纪商开了户，用信用卡转了一笔美元进去。这是个很刺激的游戏，我选的是1～100的保证金制度，也就是说，一个点就是一倍。如果你开了100美元的头寸，上涨一个点，就变成200美元了；反之，下跌一个点，就没了，就开始亏账户里的余额保证金了。

我主要做比较熟悉的美元兑日元，我时刻牢记控制风险，开头寸的同时必定会预设止损单。24小时的交易很过瘾，不用在意开盘收盘时间。我有时赚有时亏，到2011年年初，资金翻了一番多。但我很不

满足，有很多次，我的止损单被刺破后迅速反转，错失了赚钱的机会。于是之后我便不再预设止损。我忘不了3月的那一天，美日汇率运行到了震荡通道的下轨，我在1美元兑82日元左右的位置开了日元的看多单，日元开始反弹，我的账户市值又创新高，一切都在预料之中。

后来赶上日本地震了，之后日元迅速贬值，浮盈一天被抹平。我反复问自己，是不是需要平仓？第二天日元的小幅反弹让我看到了希望，下轨并未跌破，虽然有意外，我没有理由怀疑自己的判断。第三天，还是在下轨附近震荡，我没动，然后……然后等到次日我打开账户的时候，汇率已经跌至1美元兑77日元，我爆仓了。虽然之后日元持续升值，次月甚至创了当年新高，但那已经与我没关系了。我的账户上只剩95美元，连一手也买不起了。没有风险控制的"赌博"，输起来就是这么快。

@关键是心态：最惨痛的经历，美股买AONE(注)。AONE要破产，本来风闻中国万向集团会买，这种咸鱼翻生的小市值股票按照A股、港股经验还不得鸡犬升天——赚大发？而且已经成仙了，还能跌到什么地方！也估计到美国会设障碍，因为政府已经掏了大把补贴，但是也了解万向美国公司成立多年，确实是做实事的，有游说经验，觉得最后并购也应该会成。上述一切都按照预期发生了，万向提出并购且最后并购成功了！没有想到的是，每股0.8美元重仓买入的股票在并购被质疑后转入粉单市场，价格跌到每股0.2美元了，到现在我还留着作为教训。

@追求财务自由的虎：

（1）中国忠旺，记不住是从2009年还是2010年开始买进，最高价每股4.7～8元，持续买入，现金耗完后卖出其他股票买入。目前持股额占本人所有股市投入的45%，并计划视具体情况进一步扩大比例。买入的理由是看好该行业、该公司，老板没有实质性损害小股东的行

为；问题是该公司信息披露差，投资过于激进。曾计划卖出部分，但股价太低，反倒忍不住买入了。

（2）个人认为亏损的原因是公司信息披露差，引起大家对它的质疑，另外投资过于激进，老板摆出要么成为首富，要么就破产的姿势。自己运气不算太差，进入时就觉得低估了，但没有想到刘老板“配合”市场打压股价，低估之下还有更低估。我较少考虑对市场是否了解、自己的投资水平如何之类的问题，抱定买股票就是买公司的心态即可。好处是我有比较充沛的现金流，计划随股价下跌和工程进展而加仓，当然公司出现问题时也不排除止损。我有心自己创业，但又担心占据过多精力和时间，投资忠旺就权当自己创业了；基本上每年去天津忠旺几次，计划再去股东大会看看。

◆ 听说A股不好赚钱，美股、港股比较好赚钱？

请有跨市场投资经验的人士来回答：

（1）到今天为止，您的A股、美股、港股账户回报率表现有何差异？

（2）您认为导致差异的原因是什么？

@tomhank-不预不辩：

（1）美股好于A股。

（2）美股我搞价值投资，A股我搞投机，A股搞投机是因为能力有限，大部分时候我找不到明显低估的股票，而美股这种机会经常有。

@打孔机：

（1）从事美股投资最晚，如果从投资美股那天算起，美股投资的收益率比A股和港股高50倍左右。

（2）美股的好公司相对港股和A股更多；美股好公司得到市场认同的速度更快、概率更大；美股好公司和差公司的差距很大；当然，美股做得好可能更多是运气，做A股和港股不如美股的根本原因，可能就是自身能力不行。

@早晨的太阳oksun：A股和港股的区别，这个话题还是有深度的。

1.个人情况

A股市场盈利不错，从2005年开始刚赶上大潮，有运气成分，近几年收益有限。港股是3年前介入的，想用A股思维来做港股，很失败。港股目前亏损严重。

2.导致差异的原因

（1）市场化成熟度不同，A股讲政策，港股讲规矩。

（2）文化不同，A股是赌消息，拼资金，炒概念，不重回报，股民权益不受保护；港股是赌手段，凭实力，做空手段多，能往下做赚钱，股民申诉有途径，法律意识强。

@ETF拯救世界：其实特别简单，可是很多人一定不同意。在A股赚钱难，是因为大多数时间市场都是被高估的。这个时候入场，赔钱的概率非常大，而且是长时间赔钱。

美股也曾有过这个时候。道琼斯指数在1929年到过381点，而下次见到381点是何时呢？是1954年。为什么会这样？因为1929年太疯狂。同理，20世纪二三十年代入场炒美股的人一定也会感叹美股不好赚

钱。实际上，二三十年代后，股市是很多美国家庭的痛苦回忆，很多人不再投资股市了。

A股被高估的原因很多，但有趣的是，很多人说股指期货是A股连续阴跌的罪魁祸首。这个说法对，但结论我不同意。以沪深300指数为代表的这些股票，恰恰是因为几年的阴跌，回到了它应该在的区域。而由于暂停IPO以及没有期指对冲，中小型股票才会继承了A股的传统衣钵，暴涨暴跌，说着故事吃着火锅，一起赚钱一起亏。股票贵了，就注定长期来看投资者没法赚钱。因为股票毕竟代表公司，把所有股票看成一个公司，ROE就这么高，你用那么高的价格买了，还想赚多少啊？再看看美股、港股的价格。长期沿着上涨通道慢慢随着企业盈利增加上涨简直是必然。当然，原因还是它们时间长，够成熟。

以上说的是长期、整体，不是短期、个体。

@不明真相的群众：在你看来，各个市场除了估值以外的差异性对投资回报都不重要？

@ETF拯救世界： 因为是在讨论本质。2010年后，中国一无战乱、二无动荡，经济发展虽有所减缓但并未伤及筋骨，国民收入也日益增加。为什么指数基金会落得如此田地？指数编制方法不合理、治理结构不完善，甚至投资者素质等当然都有关系，但这并不是长期大熊市的根本原因，不然也没法解释A股短短20年有过数次波澜壮阔的大牛市。

@阴阳鱼：

A股、港股和美服市场的差异主要来自三个方面：

（1）在交易对手层面：在美股、港股市场，我是和正常人斗智斗勇，平时小胜，当他们不在状态的时候我有机会大胜。在A股市场，

我和状态不好的人斗智斗勇（我早就不为他们感到悲哀，我为我自己感到悲哀），平时胜负两分，当他们偶尔正常的时候，我小胜。

（2）在利益制衡的机制层面：首先，发行环节的利益机制。美国、中国香港的拟上市公司把股票分发给承销商，承销商卖给自己的衣食父母——客户，这又形成了相互制衡的机制。承销商不敢杀鸡取卵欺骗自己的衣食父母，自然会代表客户挤掉上市公司的水分。A股的拟上市公司和承销商是同一个利益链条，容易一起“作假”做高业绩。

其次，打击造假的利益机制。美股形成一个相互制衡的机制，即便质疑可能是错的，也容许以及发动民间的力量对造假者进行监督、打击，让造假者进入人民的海洋无所遁形。而A股不容许民间对上市公司有质疑，即便质疑可能是合理的。

（3）在管理和体制方面：A股用计划经济的方法——控制数量和无数审批手续来管理市场化的股市。

A股的创业板公司几乎看不到背后真正的风投，风投成了一些不良公司“吸血”的管道。而美股背后都是把身家性命和公司捆绑在一起的真正风投。

@一剑客：关于美股资产配置，补充以下四点：

1.战略定位不同

（1）美股：“藏富于民”和“共同致富”，让资源配置机制最优化，和普罗大众分享美国乃至全世界优秀企业成长的红利。

（2）A股：“国资脱困”和“民资圈钱”，资源配置机制不健全，贫者愈贫，富者愈富，普罗大众很难分享中国更不要说全世界优秀企业成长的红利了。

2.运行机制不同

（1）美股：新股IPO定价（美国式招标法避免“三高”发行）和优胜劣汰（进出有序，良性循环）为主的市场化机制。

（2）A股：新股IPO定价（定价机制导致“三高”发行）和只进不出（进出无序，恶性循环）为主的行政管制和非市场化机制。

3.法律保障体系不同

（1）美股：以集体诉讼和有罪推定为主的严刑峻法，切实保障投资者利益。

（2）A股：口头上高度重视投资者，尤其是中小投资者利益，事实上，投资者尤其是中小投资者利益没有丝毫保障，更不要说以集体诉讼和有罪推定为主的严刑峻法的切实保障了。

4.文化基础不同

（1）美股：崇尚信托责任（控股股东和管理层）和机构投资为主（相对而言长期投资者众多）。

（2）A股：严重缺乏信托责任（控股股东和管理层）和散户投资为主（相对而言短期投机盛行）。

---

1. 美国知名锂电池品牌A123系统公司（纳斯达克股票代码AONE）。——编者注

第七章
雪球方法论

岛是没有意义的，除非别的岛可以到达它；信息是没有意义的，除非别的信息可以链接它；只有当信息与信息链接起来，我们才知道它是真是假，存在怎样的偏颇与疏漏。链接信息与信息的最好办法是互动。

◆ 谈雪球

从做雪球的第一天起，我就常常被问及一个问题：雪球的参照物是什么？每当被问到这个问题，我都有点儿为难。好像我们经常听到的创业故事里都有一个美国蓝本，创始人对这个蓝本进行“中国式加工”，成功做出一款属于自己的产品。

但是雪球的确没有参照美国蓝本，而是和我作为股票投资者的两个基本需求有关。

第一，我要跟踪我关注的股票，查看它们的价格涨跌，看跟它们有关的新闻，偶尔也看几眼分析师报告。第二，我对其他投资者在想什么、看什么也很感兴趣，我希望和跟我关注同一家公司的投资者交流，看看他们对公司的看法跟我有什么不同，他们的信息和思维有没有我未曾触及的地方。

当时我有什么服务可选用呢？界面塞满花花绿绿的“K线图”的炒股软件，根据编辑判断而不是我的需求编排的财经新闻网站，挤满了

我素未谋面但自称有“内幕消息”的股民的聊天群，以及银行向我推销的各种号称能满足我“个性化需求”的投资理财产品……

我虽然接触投资不久，直觉却告诉我，这些服务都满足不了我的需求。既然如此，那我为什么不自己做一个呢？

这就是我做雪球的出发点：我相信有这些需求的投资者远不止我一个，并且认为有更好的方法来满足这些需求。

接下来要思考的是，如何在信息过载的时代解决信息个性化的问题。

正如前面提到的，我最希望关注我感兴趣的股票，其次是希望关注我感兴趣的人。因此信息个性化其实就包括了这两方面：定制化的信息（公司新闻和公告）和定制化的投资者讨论。

只关注自己感兴趣的股票信息和用户发言，无非是为了提高读取信息的效率。因为雪球从一开始就是一个关于投资的、垂直的社区，我们有股票代码这种天然的标准化标签。所以雪球无非是把和某家上市公司相关的新闻、公告准确并实时地推送到用户面前，把用户关注的人的发言一条不落地推送给用户，甚至允许用户屏蔽他们不想看的人。

这样，通过大家已经很熟悉的跟随匹配关系，雪球就满足了传统财经网站无法满足的信息个性化需求。

□ “有水平”的交流

完成了个性化以后，我又发现了一个新层次的需求“有水平”的交流。

事实上，几乎所有人都倾向于只跟水平比自己高的人交流，比如大家都乐意跟微博上的“大V”对话，期待他们的回复。但你有没有想过，为什么“大V”们会愿意搭理我们这些普通人呢?

我想大概是因为世界上根本没有可以用来衡量水平的靠谱儿标准。“水平”本身是一种主观认知，它是动态且个性化的。这其中有两层意思：第一，没有人能够精通所有领域，在某一领域，他不懂的，你可能正好是专家；第二，你以前不懂的，不代表现在不懂，他原来懂，现在认识可能已经过时，你正好来补充。

这也是互联网最牛的地方，它通过“众包”而不是几个专业人士来解决诸多问题。

而雪球作为一个借助互联网这一优势的社交网络，我们能做的是尽可能完整客观地呈现一名用户的特点，并且保障用户自由选择的权利。你可以动态选择自己希望关注的人，通过持续和他们交流，知道哪些人最可能解答你哪方面的问题。这也许是帮你找到“高水平”的人交流的唯一方法。

补充一句，这也解释了为什么在雪球，职业身份（“加V”）往往不太重要。我们相信专业和高水平与否并不与你的职业挂钩。

❑ UGC为什么有价值?

在创办雪球前，我曾经从事过8年的媒体工作，这个工作主要是靠特定的人（记者）、特定的工作（采访）去接近真相。从事这个工作越久，我对自己离真相的距离就越来越没有信心。同时，信息在传播的过程中，用户的参与起到的校正、补充作用令我惊讶，甚至惊喜。所以我越来越倾向于认为，信息在传播的过程中一定不能断开与发布者的连接，而最有价值的内容往往是用户生产的，即UGC。

为什么UGC必将比职业工作者生产的内容（PPC）更有潜力和价值?

让当事人直接说话，而不是通过信息采集者转述，可以缩短传播链条，避免信息在传播过程中变形、延时。由于信息提供者数量惊人，UGC在空间、时间上都能实现超大覆盖，完胜任何一家有财力和实力的媒体。得益于信息提供者的持续参与，他们还起到了信息筛选和动态更新的作用，完胜任何一名勤奋的专业记者。

雪球是一个针对投资者建立的社区。我们的用户生产内容还有一个潜在的“动机优势”——用自己的钱投资的专业投资者，比仅仅以投资服务为工作的人更专注，也有更强的动力去寻找高质量信息，所以更有可能提供靠谱儿的内容。而出于“排雷”、对信息证实或证伪的需要，他们实际上也有很强的动力将信息分享出来。

仔细想想，投资者过去之所以依赖职业工作者发布的内容，很多时候并不是因为这些内容专业、高水准，而是因为这些职业工作者把持了发布渠道。但随着社交媒体的兴起，发布渠道开放给了所有人，用户生产内容的时代来了。所有人都可以说，所有人都可以选择听谁说和不听谁说。

当然，UGC的繁荣也带来了新的问题。用户生产内容大部分是以碎片化形式存在的，信息多了之后，我们就发现，想看的新闻找不着，重要的公告可能漏掉了。于是雪球又用算法、通过“信息—人—股票”连接，将有用的信息筛选留存在用户个人主页和个股主页上。

简单来说，雪球做了这两件事：当用户访问别人的个人主页时，他能迅速看到这名用户最擅长讨论哪些股票；当他浏览一只股票的个股主页时，他能迅速看到关于这家公司最热门、最精华的讨论是什么。这种机制有效的关键是用户互动行为。用户越多，生产的内容积累越多，雪球的价值就越高。

雪球能帮用户赚钱吗?

说到这里，你可能已经忍不住要问我，你说你做了个投资社区，那它到底怎么帮用户赚钱?

很抱歉，只能说这并非我做雪球的初衷或愿景。如果你指望能从雪球上找到一个“高人”，他告诉你买某只股票，你买入，立即收益翻倍，那么我建议你永远不要加入雪球，也永远不要进入资本市场，您还是更适合去拉斯维加斯。

有人可能对这样的期待“习以为常”。因为在过去很长的时间内，投资服务行业的商业模式都是基于这种不切实际的幻想：投资者出于让别人送钱给自己的良好愿望，把钱送给了别人，于是有了无数满足这种“刚需”的投资服务机构和网站。

雪球是永远无法满足这种需求的，无论这需求有多强劲。恰恰相反，雪球的存在就是要告诉大家，这种想法有多么一厢情愿。

说到底，我做的其实是一个“社交投资网络”。它不荐股，依靠用户生产内容，让喜欢独立思考的投资者都聚到这里，一起研究公司、聊聊投资——这就是雪球。如果说我做了那么一点儿创新，也许就是我选择了用互联网来做这些事吧。

@ 不明真相的群众：雪球的价值就在这里，建立人格、理念、策略与业绩的展示，让投资者逐步建立对管理人的信任，最后达成投资需求与投资能力的链接。

@ 非完全进化体：现在单独再搞一家管理公司确实成本太高，而且作为小公司，即便业绩公开，也很难有效推广。这点还是雪球平台好，人格、理念、策略与业绩都可以得到有效展示。

@直言不讳的勇敢：如果我说雪球能提供让大家都满意的“公平正义”，大家听着会很满意，但事实上雪球提供不了，那样我就成了一个骗子。我宁愿大家认为我是个无能的人、没有正义感的人、不负责任的人，也不想变成一个骗子。我觉得，雪球能做到的“正义”是让用户尽可能接触到更多的信息，了解不同的观点，发表不同的观点，而不是说雪球拥有裁决什么是正确的信息和观点、裁决用户之间是非的能力。

@直言不讳的勇敢：现在用户还是在向你寻求“公平正义”，一旦用户都觉得问题得不到解决的根源在你偏向于大V，麻烦就来了。不纯洁的只是雪球的环境吗？你跟雪球本身就那么干净吗？只不过是有没有人懂，有没有人跟你认真罢了。你可以赌没人会因为得不到公平正义而去花时间和精力找你麻烦，但你怎么保证没有万一？还是谨言慎行，尽量让大家心理平衡吧！

@快到家了：旗帜鲜明地支持雪球首页改版！很多人说雪球的头条首页改版后内容质量下降，但是要想想，以前的头条是小编帮我们选，所谓众口难调，每个人关心的东西不一样。改版后刚开始也许有些粗糙，但请大家多给雪球点儿耐心，把自己不喜欢的内容在右下角关掉，相信雪球以后推送的内容质量会越来越高，而且个性化。以前刷完雪球时间线后总有些空闲时间，转去知乎或者其他APP，现在这个需求小多了，毕竟雪球才是家，雪球里感兴趣的内容更多，无聊了就刷一刷首页，也许会有不一样的发现。

@不明真相的群众：大家对雪球的内容推荐提出的意见，都收到了，在这里统一回复一下。

1．雪球靠编辑维护内容的“质量”，就像雪球靠员工生产内容一样，长期来看是没有前途的。让用户生产内容，给用户推送他订阅的内容，推荐他可能喜欢的内容，是唯一的出路。几年前雪球裁撤内容生产团队的时候，很多人不理解，现在看是完全做对了。

2．内容的“质量”和用户的需求是极其复杂的。不但雪球的员工无法理解不了用户的需求，用户自己也无法理解自己的需求，只有用户的行为最接近他自己的真实需求。

3，目前用户遇到的问题和困惑有一部分是雪球的算法还不够成熟导致的，雪球工程师会持续改进算法，提升用户体验。

◆岛

在现代殖民者到达美洲和大洋洲之前，这两个地方的文明进程发展缓慢，根本原因就在于它们跟其他岛（大陆）的链接中断了。

岛是没有意义的，除非别的岛可以到达它；信息是没有意义的，除非别的信息可以链接它；只有当信息与信息链接起来，我们才知道它是真是假，存在怎样的偏颇与疏漏。链接信息与信息的最好办法是互动。

雪球是一个投资者的社区，用户在这里分享信息与观点，与其他投资者互动。互动是美好的，它让我们展现自己的智慧，分享别人的智慧。互动也是惨烈的，它让我们发现别人的愚昧和偏见，也让我们发现自己的愚昧和偏见。前者可能让人不悦，后者可能让人愤怒和绝望。

雪球“岛”系列的作者都是雪球资深用户，乐意在雪球分享信息与观点，并且与他人互动。我不知道他们的体验是怎样的。但我想他们一定发现自己不是一座孤立的岛。

在雪球，信息不再出现孤岛，投资不再孤单。

◆滚雪球的一些常识

每当有股票出现负面新闻，就有一大堆公司艾特我，认为雪球在黑公司的股票。雨润食品是这样，贵州茅台是这样，苏宁是这样，乐视是这样，广汇能源是这样，格力电器是这样，三聚环保也是这样。

在这里还是说说滚雪球需要具备的一些常识。

1．雪球是一个平台，不是媒体，雪球对公司、信息并无立场。雪球的“专业”是帮投资者提供尽可能多的信息，这些信息可能来自其他球友，可能来自其他媒体，可能来自投资机构，可能来自交易所、上市公司，这些信息既有“正面”的，也有“负面”的；既有正确的，也有错误的，但绝大多数都介于正确和错误之间。雪球的“正义”是给大家提供开放的交流空间，让各种观点都能发表出来，这些观点既有正确的，也有错误的，但绝大多数介于正确和错误之间。雪球需要做的事情太多，没有时间去“黑”你的股票。

2．任何来自他人的信息，都只能作为投资决策的参考，无论这个信息来自决策部门、公司管理层、经济学家、投资机构、媒体，还是其他任何信息提供方。一旦自己做出投资决策进行了交易，自己必须承担交易的所有后果。

3．投资标的的“正面信息”通常价值不高，但相反却可能相当有害，它会令投资者陷入对公司业务、股价的幻想不能自拔，而无视自己的错误。投资标的的“负面信息”价值要大得多，无论事实是否完全准确，逻辑是否完全成立。如果你认为“负面信息”是正确的，那么你应该卖出股票，这时候如果股价下跌，你避免了损失；如果你确信“负面信息”是错误的，而股价依旧下跌，那么你正好可以趁机买入股票，获取额外的收益。

从长远来看，股价是由公司的业绩决定的，没有任何“负面信息”会损害公司的价值和投资者的利益。它只会损害一种人的利益，那

就是准备把有问题的劣质股票高价卖给你的人，他还没来得及出货，骗局就被人揭穿了。

如果你持有优质的股票，“负面消息”越多，你赚得越多。现在持有贵州茅台的股票赚得盆满钵满的人应该非常感激2013年的塑化剂风波吧？没有那场风波，他们不可能以那么便宜的价格买到贵州茅台的股票。可是当时，那么多人恨不得把雪球用户水晶皇置于死地。

如果你持有问题公司的股票，无论你如何假装听不见坏消息、屏蔽坏消息，你的账户不会假装、不会缩水。那些当初对雪球用户“岁寒知松柏”不满的人，如果持有雨润食品的股票到现在，体验如何呢？

如果不明白这些道理，长远来看，是很难从资本市场上赚到钱的。

当然我也明白，说了也是白说。

@ 全球通：方丈说得好！

（1）雪球是平台，信息鱼龙混杂，你要有火眼金睛！

（2）大家都是成年人，你要为自己的交易行和资金负责，这和别人毫无关系！

（3）良药苦口，摸黑消息其实比唱多吹票对你更有益处！

@ XXVVOO：如果有人黑我持有的股票，我认为是好事，因为既然持有股票，就要对它有信心，股价下跌正好是一个绝佳的加仓机会。

@ 股海漂2020：作为散户不可能调研，所以评论、质疑、唱多唱空应该全部存在，至于你自己怎么甄别，那就是个人的事了！认为

对的，及时纠错；认为错的，趁机低吸，坐等平反发财。

◆大卫，不可以！

雪球私募工场基金经理上海见面会上，有一名基金经理叫大卫，各位基金投资人将数目不小的资金委托给大卫这样的基金经理管理，怀着良好的期望，冒着不小的风险，在这种委托关系里，有什么是可以的，有什么是不可以的呢？

（1）你把钱委托给大卫，大卫可不可以把你的钱卷走，拿去给他自己买游艇？大家知道，有些著名的P2P（个人对个人借贷）平台就出现了这种情况。

这可能是大家最担心的问题。那么大家认为这样可不可以？

正像刚才的投资者说的那样，绝对不可以。因为阳光私募基金都有非常严格的第三方托管，任何人都无法转走你的本金。通常来说，一款合格的阳光私募产品，需要三个环节的资质保障：基金经理个人的基金从业资格、基金管理人的管理人备案、基金产品的备案。大家可以到基金业协会网站查询这些资质。

（2）大卫可不可以拿基金的钱做老鼠仓，给他自己的股票“抬轿子”输送利益？

这得问大卫。正如大卫所说，他自己的钱都在产品里面。大家委托给他的钱升值了，他才有可能获得收益。阳光私募产品是委托人、管理人经济利益捆绑得较好的一种模式，所以利益输送的可能性大大降低。

（3）大卫会不会给产品加上10倍的杠杆，万一押中了，他可以分到钱；万一没有押中，亏的都算大家的？

首先，还是强调一点，他自己的钱也在基金里，如果没有押中，他也亏了。其次，按照基金合同，对交易的品种、杠杆率都有清楚的限制，这些都提前输入券商的交易系统，如果券商违背了合同，是不能交易的。

（4）大卫去年赚了22%，那么是不是今年他也一定可以赚22%，明年也赚22%，然后年年赚22%，大家就能跟大卫一起登上《福布斯》富豪排行榜了？

如果大卫这样说，大家肯定很高兴，但他肯定是个骗子。

事实上他今年有可能继续赚22%，有可能赚得较少，甚至亏损，当然，也有可能赚得更多。

投资产品不能承诺收益，是监管的基本要求，它是基于基金经理投资业绩一定会有波动这个客观规律的。资本市场的历史证明，持续的盈利能力非常稀缺。

那么投资是不是就成了扔飞镖，扔中哪个是哪个？

不是，这本质上涉及我们认知世界的方法：一方面，世界很复杂，我们得承认我们认知能力的有限性；另一方面，我们还是需要提升我们的认知能力，尽量减少不确定性。比如，不能把手放到烧红的铁上去，不能把手放到沸腾的水里去，我们认识清楚以后，就没有必要这样做了。

作为私募基金的投资人，我们还是需要尽量提升对基金经理的认知，减少我们投资的不确定性。

（5）雪球这样一个平台可以如何帮大家提升对基金经理认知的确定性吗？

第一，要尽可能看长期的业绩，期限越长越好。现在雪球私募工场有些产品有不少时间了，时间越长对我们越有利。同时有些产品时间还短，所以我建议有志走职业化资管道路的管理人尽早成立基金净值可以公证的基金产品。

第二，要确认投资策略与产品净值的匹配程度。雪球是一个社区，基金经理不一定会谈到具体的投资标的，但一定会谈到自己的投资策略。那么我们就有机会看他的投资策略跟他的产品净值是否匹配，如果匹配的话，就可以增加确定性；如果不匹配的话，就要小心。

第三，尽量建立对基金经理的人格化印象。这听起来非常玄妙，但我觉得还是非常重要的。因为雪球是个互动社区，在展示基金经理的人格形象方面，有得天独厚的优势，大家可以看他日常的发言，逐步建立起对他的人格化印象，还可以通过参加见面会，建立更具体的印象。比如，我是个普通话说得很差的福建人，你非得到现场才能知道这一点，在雪球上看帖子是不会知道的。

◆ 继续吹牛——2016年雪球嘉年华问答

问：说到公司发展，现在的雪球相较于2016年之前的雪球在公司层面有什么变化?

答：总体来说，一个变化是我们投资的社群在发展，用户数在持续地增加，越来越强大；另一个是投资交流这一块，我觉得我们在品牌影响力、用户方面都是领先的，跟这个相匹配的商业模式也是完善的，这可能是与2016年之前最大的区别。

问：从产品来讲，现在的雪球和2016年之前的雪球有什么不同吗?

答：变化的核心是我们从社区往交易越走越深了，过去，我们只能泛泛地谈投资理念，现在我们谈得更多是积极的交易策略。

举个例子，我自己在雪球上也有一个实盘交易的账户，昨天早上我就卖出了两只ETF，一只是标普500的ETF，另一只是纳斯达克100的ETF。为什么卖出它们呢？因为昨天上午开盘以后，这个标普500的涨幅一度超过了7%。理论上来讲，标普500也好，纳斯达克100也好，它挂钩的是标普和纳斯达克的指数，现在风平浪静，一天这么大的涨幅是没有道理的，国内的投资者不知道出于什么样的原因，交易出了这样一个结果。我觉得这种情绪化是没有道理的，我就把这个东西卖掉，卖掉了以后，我就同步把这个交易发布在雪球上，就会有人进来讨论。所以我们一方面是在做交易，另一方面是在讨论具体的交易。

问：我观察到我的很多朋友在雪球上从一个新人开始，慢慢地深入讨论。对于投资新人，你觉得他们应该如何判断自己适合怎样的投资理财方式？请给大家一些建议。

答：要验证自己到底有没有投资能力，只有自己试了才知道，但是答案其实很清楚，绝大多数人期望通过选股择时获取收益，这条路是走不通的。所以，我们可以从两个方向来看，一是自己去分析股市、分析行业、分析交易的方法，从中可以产生很多乐趣，这和做法是有价值的。

二是要想真的在这个市场上赚到钱，还是得承认我刚才说的这个问题，绝大多数人想在选股择时上创造超额收益是不现实的，如果你承认自己没有这种能力，做资产配置、买大类资产，一般来说，你反而就能赚到钱。这个东西非常有趣，你退一步反而是进步，但是你要往前走，反而会走不通。

投资这件事情非常有趣。以前格雷厄姆就说过，普通人只要方法正确，获得平均收益其实是很容易的。他所说的很容易，基本上说就是我刚才说的，承认自己没有选股的能力。

但是要在这个基础上再往前走，要拥有巴菲特那样的选股能力，那这就类似于像攀登珠峰这样的道路，只有极少数的人才能达到顶峰。所以对大多数人来说，现实的操作方法是选一座不那么高的山去爬，而不是说看到珠穆朗玛峰很美，就想去爬，结果大多数人根本爬不上去。

问：雪球针对大多数人会推出哪些新的产品?

答：首先，雪球利用社区进行投资者间的交流，从交流中得出了具体的结论，制定了具体的策略；雪球提供了场内交易的功能。场内你也可以很方便地交易，包括A股的、美股的交易，你可以采用这个工具来完成这个投资策略。你也可以采用场外申赎、公募资金的投资策略，比如股债平衡的策略，雪球已经帮大家把方案做好了。而且这个投资方案的风险收益比大概是怎么样，你都可以看到。通过跟别的用户讨论，你也可以更深入地了解这个策略，最后如果你认可这个策略，你就可以申购。当然，有些投资者认为私募基金是更好的投资产品，你也可以投资阳光的私募，甚至你觉得这些私募都不错，那几个人讲得都不错，他们的产品过去表现也都不错，但还是不知道该买哪一只。我们提供一揽子的FOF（基金中的黄金）方案，在不同的策略之间做配置总可以了吧。

问：您对智能投资顾问机器人有什么看法?雪球也属于互联网公司，您对这个前景怎么看呢?

答：智能投资顾问的定义目前来说还不清晰。从我的角度来看，可能就是把计算机的计算能力以及互联网的连接能力应用到投资方面。在这方面我觉得我们可能需要建立起一个对智能投资顾问的预期。如果你寄希望于它的某个策略，可以源源不断地提供超额收益，那这个东西可能注定会让你失望。

计算机的计算能力和互联网的连接能力在投资方面肯定有非常大的价值。我觉得计算机的计算能力在投资方面的价值是什么呢?它可

以通过计算和数据的回溯，帮大家找到更合理的资产配置方案，找到更好的风险收益比。

同时，计算机“冷血无情”的特质可以应用到交易的执行上去，比如说有些策略需要止损，人类做这个决策是非常困难的，计算机就无所谓，它根本不知道是啥，它可以做到。总体上，计算机的计算能力一方面是：它能够帮我们在资产配置方案里找到最佳的风险收益比；另一方面则是在执行的时候它能够做到更精准。

互联网的连接能力能够重塑各个产品和管理之间新的关系，摆脱传统的销售模式。

问：国外一些知名的公司也进入了这些市场，我们国内现在怎么样?

答：这个市场在国内肯定是非常好的，因为刚才说的这两个东西，都有非常大的价值，例如计算最佳的风险收益比，过去主要是服务机构客户。现在我们用互联网来做的，其实是把过去的机构客户才能获得的服务零售化，变成个人投资者也能够使用的。所以我觉得它的前景应该非常好。

问：FOF（基金中的基金）开闸以后，雪球和基金公司有合作吗?

答：雪球的FOF不是跟基金公司合作，而主要是投资私募基金。这方面我们要做两件事情。一件是发行越来越多的私募基金产品，并对它进行研究，研究者首先看它有没有持续获取超额利润的能力，还看它的超额利润是怎么来的，它的具体投资和披露的投资策略是不是匹配，以及是否可持续。雪球的FOF基金会持续增加在这里面的投资；另外一件就是雪球要用FOF募集更多的资金。对一些投资私募有困难的人，让他可以投资FOF。可能募集开始的时候资金来自高净值

的个人投资者，慢慢发展可能也会有机构的资金。一方面会有越来越多私募的产品，另一方面有越来越多的资金，才能持续地滚动起来。

问：雪球也是国内比较早从社区开始切入，到现在基本上已经成为一个投资类的，或者更方便用户去做资产配置的平台。国外可投资的资产品类相对国内更多。如果雪球在尝试建立一个一体化的，或者是一站式的资产配置平台的话，还会遇到哪些发展难点，是不是会考虑一些海外的战略?

答：难点可能在两个方面：一是没好的策略，二是没好的资产品类作为支撑。现在最困难的是第二点，资产品类受到比较大的制约，总体上现在也是在飞速地改善。A股市场上除了股票，ETF的种类也在丰富，甚至像类似于天弘这样的基金公司，它推出容易宝这个系列，做各种各样的行业ETF。

问：雪球在产业链上是如何定位自己的?

答：雪球在金融资产方面自己不生产，都是通过专业的机构来生产，基金公司、券商这些资产管理公司，是它们来生产。雪球实际上主要来做的还是用户需求这一端。

问：不涉及资产的生产，只是相当于是资产的分发渠道?

答：对，是个连接。

问：雪球现在胃口越来越大，用户也是积累得越来越多，未来的发展方向是什么?

答：我们的战略方向首先还是要做好，要把它真正地变成中国投资者与资产之间的一个连接，大家能够在雪球上做资产配置，实现自己投资的目的。在这个过程中，我们的公司也能够实现规模化的利润。实现了之后，下一步是一个结果，我们不可能以后面的结果为我

们的目标，我们只能以前面那个为目标。我们为客户提供足够大的价值，我们的公司也在这个过程中获得足够大的价值。

问：现在每天通过雪球的日交易额大概有多少?

答：分各个角度，证券交易是亿的量级，公募基金交易是千万量级。

问：我还有一个问题，人民币处于贬值压力中，在这个大环境中您建议投资人如何配比资产？尤其是对一些有能力进行全球化资产配置的人，有什么建议?

答：首先，所谓的人民币贬值还是升值是动态的，不要因为它在一年里面贬了4%～5%就认为它会一直贬下去，这个东西真的说不清楚，大家尽量不要在这件事情上押注，如果真的有很多钱的话，配置一些非人民币资产也可以，押注是非常危险的，要配置，不要押注。

其次，我就觉得人民币贬值的影响被大家严重化了，事实上，人民币汇率的波动对大部分人利益的影响是非常小的。人民币相对美元的汇率有一些波动，但大家想一想加元、澳元，经常一年波动50%，难道那些人不过日子了吗？其实人家根本不在乎，因为大部分消费发生在国内，汇率的影响不是那么大。相反，我倒觉得你因为这个东西去特别激进地应对，结果可能反而糟糕。

我觉得有两种结果：一是你可能押错了，以为它贬值，它哪天开始升值也说不清楚；二是如果用激进的手段去做资产配置，甚至有的人直接去炒汇的话，资产价格波动产生的损失大于你的汇兑损失。我觉得淡定一点儿好。

问：长远来看，对有能力进行全球资产配置的投资者来说有什么建议?

答：我觉得现代科技的发展，尤其是互联网的发展，至少在经济方面，已经使这个世界上的各个国家更紧密地联系在一起，经济全球化趋势我觉得不是所谓的英国脱欧、川普上台就能逆转的，我觉得全球化还是一个非常明显的趋势。

在这段时间里面，如果要推动全球化，首先我对这件事情的心态是乐观的，我们可以超越中国去配置资产，这是可以的，配置的资产里面，可能总体上从长远来看，股票还是最好的资产。

股票长期的收益率都是最高的，如果对波动有足够的承受能力，长期来看，我觉得做一个全球化的股票配置是可以获得超额回报的。

问：怎么看房地产投资呢？

答：最近汇率会有很大波动，其实有一个非常重要的原因，是中国超富裕人群卖出中国房产把资产转到国外。哪些是超富裕人群呢？比如说在一线城市拥有多套房的，而且他们总体上有全球化的眼光。我觉得直接持有房产，对绝大多数人来说其实可能带来的麻烦超过你个人的收益。比如在北京有几套房子出租，一会儿家具坏了，一会儿又有其他问题。如果国外有一套房子出租怎么办？你自己不能管理，管理方要拿走一部分收益。我觉得要投资房子的话，可以通过房地产信托来投资，对于钱不是非常多的人来说可能更加现实。

◆ 神出鬼没

人需要“神助”，一买就涨，一卖就跌，无脑地跟着他，轻轻松松赚大钱。

问题是，有这样的“神”吗？

正确的认识、有价值的信息在人群中呈正态分布，也分布于特定个人的时间轴上、空间上。再傻的人，在特定的时间、特定的事情

上，都可能有信息和认识优势。再聪明的人，在历史的长河和世界的多样性面前，也是不明真相的群众。

互联网的开放性使所有人都有机会发布自己的信息和观点，打破了少数人对信息和观点的垄断。

当一个人正好处在他时间和空间上的能力圈的时候，他的智慧闪光了，他就是“神”了。

当“神”希望跨越时间、跨越空间“扮神”的时候，所谓的“神”就倒塌了。

有没有用？社交网络可以把碎片化分布的闪光点聚起来，并且通过个性化选择高效到达受众。

是否有价值，最后取决于受众而不是“神”。闪光点可以点破你认识的最后一层纸，完成从99%～100%的升级。100%就是确定，可以下单了。前提是，你有99%。所以，不要崇拜所谓的神，崇拜的结果是跟着“神”一起倒下。

@断燕西风：无脑者亡！

@tomhank-不预不辩：我不相信“神”,我相信群众，希望雪球能发挥好平台作用，提供各种统计数据，让我了解群众的动向！

@石头1691：破钟一天也可以对两次。就怕不是“神”的智慧在闪光，也许只是站在风口的猪而已。

@一蓑烟雨V：“神”也是人，只是“神”做了人不能做的事所以才叫“神”。行业做得最顶尖就是“神”，乔布斯是科技界的“神”，巴菲特是投资界的“神”，杰克逊是流行音乐界的“神”。

@ Veget：认同，独立思考比盈利更重要。

◆ 最近有什么股票推荐

我现在出去，经常碰到不认识的人一听说雪球就表示闻名已久，颇满足我的虚荣心，但他接下来的问题一定会把我逼上绝路："最近有什么股票推荐？"

我：……

被逼急了，我只好说：你上雪球吧，我对股票的看法都在那里。

然后，大部分就没有然后了。

也有一些认真的人，过几天干脆直接在雪球的聊天工具里跟我说："方丈，我上雪球了啊，也看了你的好多帖子，都很有道理，但是看完还是不知道该做什么，最近有什么股票推荐？"

我：……

我确实有不少股票推荐，看好看衰的理由都写在雪球自选股备注里了；对投资也有一些看法，都写在雪球帖子里了；也做过一些自认为还不错的交易，都披露在雪球里了。但是，我推荐什么股票给你呢？

这其实就是现在的雪球——一个投资者社区的现状。每天，雪球上会发布数十万帖子，从基本面到技术面，从宏观到微观，从投资理念到实盘操作，无所不包，无所不有。显然，忠实用户持续待在雪球，是认同这种分享和交流的价值。按我的理解，主要的价值应该体现在：分享和交流中的信息、观点，能很好地弥补单个投资者信息和思维的盲区，有助于他的投资决策，至少可以缓解他决策过程中的焦虑。

但是，大部分投资者的焦虑没那么复杂，他们的需求很简单，那就是：买什么？什么时候买？什么价格买？什么时候卖？最近有什么股票推荐？

很遗憾，雪球没能很好地满足这样的需求。没能满足的原因是：

（1）碎片化形式存在的文本信息，对大部分受众来说接受门槛很高，转化成投资决策非常困难。

（2）脱离仓位和时间背景的单宗交易，参考意义不大。很多人听说巴菲特买了中国石油，在每股48元时跟着买了，可他没搞清楚，人家是在每股1.9港元时买的呀，而且早卖了。

雪球现在推出的组合力图改变的正是这种现状：

（1）投资者可以按自己对市场、行业、公司的理解，创建不同的投资组合，组合通常包括一篮子股票，和股票在组合里的占比。

（2）组合一经发布，就拥有净值，创建者和关注者可长期跟踪其收益率、波动性、仓位配比的变化，以判断其对投资决策的价值。

（3）投资者可以根据自己的收益预期、风险承受能力、行业偏好，选择不同的组合进行交易，完成自己的资产配置，以实现预期收益。

简单地说，组合就是把之前碎片化的文本信息结构化，形成可操作的交易策略，实现从信息到交易的转化，从而提升信息的有效性和可用性。以前你在雪球上吹牛闲聊，别人对你将信将疑，现在你可以用组合证明自己的能力；以前别人在雪球上吹牛闲聊，你不想看，看也不看不懂，现在你更容易看懂了，也更知道该做点儿什么了。

下次再有人问我最近有什么股票推荐，我准备给他推荐一个组合。

各位聪明的投资者，这是不是离你们的需求更近了一步？雪球探索投资者需求、满足投资者需求的步伐永不停息，每解决一个“但是”，都是一次突破。

◆ 没有“人”，雪球如何滚下去？

“满足投资者需求的互联网一站式解决方案一般包括三个方面：交流—产品社区功能；查询—产品数据功能；交易—产品增值功能。而雪球选择社区作为这种解决方案的切入点。”——社交投资网站雪球。

2014年9月3日，雪球完成C轮融资，由人人集团领投，晨兴资本跟投，总融资额4 000万美元。

□ 资讯站没有了内容团队

i美股和雪球原是雪球财经旗下不同定位的两款产品。i美股在2010年5月上线，而专注于投资者社交的雪球则到2011年年底方才发布。雪球的前期用户积累不少来自i美股的导入。

2014年7月，i美股改版后，作为资讯网站的i美股彻底放弃了自己的内容生产（包括转载和原创），原本负责i美股采编工作的内容团队转入新成立的i美股资产管理公司。此后的日常内容更新将完全采用类似搜索引擎爬虫的工作机制，即由雪球机器人每天从指定的资讯网站上抓取新闻，按照一定的分词规则分配到各只股票下面。其中的一些热点或者被用户讨论较多的新闻会被推荐到i美股的页面上。也就是说，改版后的i美股其实就是雪球里面美股相关内容的聚合。

雪球这样大刀阔斧地将内容的生产与推荐交给用户和机器来完成，在国内各类UGC网站或社区中尚属首例。

☐ 雪球不靠人来推

如果说Web1.0是一个内容匮乏的时代（需要编辑或者专业人士来创造内容），那么Web2.0就是一个信息爆炸的时代，各种UGC形式的涌现让任何人都能成为内容的生产者。而随着互联网信息的飞速膨胀，Web2.0的一个重大问题出现了：信息过载。在Web1.0时代，信息的生产和流通需要先经过编辑的审查和过滤。而在Web2.0时代，内容则是“先发布后过滤”，而且实施过滤的机构由人转变为机器算法。

然而，受现有技术所限，基于算法筛选的个性化内容推荐模式并不能很好地消除信息过载的问题。于是在基于语义搜索、数据挖掘和智能匹配的Web3.0完全个性化时代到来之前，诸多互联网产品迎来了编辑力的回归，进一步扩大内容编辑队伍，并增大人工筛选的比例。这样的情况在阅读、电商、旅游等领域尤为突出。

但不可否认的是，以人为核心的编辑方式不可避免地会面临两方面问题：

（1）专业性

人工编辑并不能确保一定具备比用户更高的专业水平，而人的介入也等于对用户生产的内容进行了价值判断，一定程度上会影响到内容取舍的公正性。

（2）时效性

机器人或网络爬虫可以不分昼夜地扫描和抓取整个互联网上的信息，但人必须休息，而且关注的范围相比机器来说极为有限。

这两个问题在以专业投资者为主的雪球里表现得尤为明显。让一群一个月拿几千元的编辑去指导一天就能亏几百万元的投资者是极其荒谬的。新东方被浑水公司做空这一案例就体现了雪球用户在事件发

生以及发酵过程中所进行的信息传播、资料翻译、行情分析等完全自动自发的行为。这是传统编辑无论在传播速度还是在专业解读上都难以企及的。

□ 权威倒下去，用户站起来

培根说“知识即权力”，从技术进步的角度来看，掌握知识传播渠道的人才真正拥有权力。早在中世纪，教士的权力来自对《圣经》的解读权。然而在古登堡印刷术出现后，大众能够自行解读《圣经》，教士的权力受到挑战。现代社会同样如此，我们平时阅读的报刊、收看的电视，其实都是经由职业化的媒体工作者生产内容再加上编辑的重构才得以呈现。传统媒体过去基于渠道垄断而存在，如今被互联网颠覆，任何有所见地的人都能通过互联网平等地发表自己的观点。原有的金字塔形话语结构变得扁平化，意见领袖在高速的信息流通中不断被树立，同时不断被消解。

其实在雪球里面，传统投资分析师的权威已经受到不小的挑战。以往大牌机构的金牌分析师可以长久地垄断话语权，左右普通投资者的投资决策，然而在雪球里他的观点并不一定得到其他用户的支持。

“除了明显的违法犯罪信息和垃圾广告，雪球不会对内容做任何审核。”这是雪球在审查社区内容时所遵循的原则。就像市场经济依靠“看不见的手”来担负市场调节的主要任务，具备专业知识的用户拥有足够的判断力和自觉性筛选出对自己有价值的信息。所谓优质内容只是针对不同用户的个性化需求而言，评判内容是否具有价值的权力掌握在用户而不是权威人士或是编辑手中。在以机器算法为基础的充分信息流动状态下，充当裁判员角色的编辑逐渐淡化乃至离场成为UGC网站未来变革的必然趋势。

□ 人的价值在哪里

i美股撤销内容团队是整个雪球产品技术化过程中的必经阶段。2013年被雅虎以3 000万美元收购的自动新闻摘要应用APP Summly已经在一定程度上证明了通过算法推荐内容所蕴藏的巨大价值。编辑力以前没有、未来也不可能完全离开内容阵地，只不过是将重复和机械性的工作交由更为高效的机器来完成。另外，UGC的内容生产方式与脱离了裁判员机制的机器算法互为裨益，UGC的价值挖掘和释放不再受制于编辑的专业水平，这反过来也能够促进更多优质内容的产出——人的价值在产品设计者以及内容生产者的创造力中得以体现。

◆ 雪球的价值在哪里

2014年雪球完成C轮融资后，很多朋友对我表示祝贺。其实，融资没有什么好祝贺的，融资都是没有办法的事，说明没有外部输血，公司还活不下去，不用融资而公司还能赚钱才是值得祝贺的。从另一个角度看，投资人愿意拿几千万美元投资上线将近三年还没有一分钱盈利的雪球，他们看中的价值会是什么呢？我说说我的理解。

首先来看行业。雪球是互联网在投资行业的一个应用。互联网产品都是互联网在各个行业的应用，比如腾讯QQ是互联网在通信领域的应用，微博是互联网在媒体领域的应用。

现在，特别基础的领域，比如通信、搜索，都被大公司占领了，新创业的公司大部分都往更加细分垂直的领域发展。选择不同的领域，很大程度上决定了互联网产品和互联网公司的商业价值。什么是好的领域呢？一般的规律是终身需求优于阶段性需求，比如交友是终身需求，结婚是阶段性需求；高频需求优于低频需求，比如商务出行是高频需求，休闲旅游是低频需求；高客单价需求优于低客单价需求，比如化妆品肯定比书好卖。

我觉得投资是为数不多的终身、高频、高客单价需求领域。

雪球选择投资领域之后，具体在这个领域做了什么呢？我们花了将近三年的时间，做了一个投资者的社区。跟我们同时期进入这个领域的同行，大部分都做理财产品、P2P贷款去了，很快就做出了亮眼的销售业绩。雪球做了一个千万用户却不赚钱的社区，是错了吗？我们回到原点，互联网对于投资到底可以做哪些事情？在做雪球之前，我有一个简单的分析，大概是三件事情。

首先是交易。其实互联网最早的应用之一就是证券交易。现在银行、券商的交易业务已经全面互联网化，新创的互联网公司在基础交易方面能创造的数据，包括查询行情、数据、资讯，这些过去是由彭博社、Wind资讯、门户网站等提供的，它的业务基础是人力。新创的互联网公司能创造的增加值也不够多。

除这些之外，还有哪些投资者的强需求是互联网可以更好地满足或者优化的呢？我认为是交流，这才是互联网能在投资领域创造最大价值的环节。

投资是一个需要极大信息量、极强的逻辑推演的事情。无论多么高明的投资者，在做出一个投资决策的时候，都面临着信息死角和思维盲区。不特定的投资之前的交流，能够有效地消除投资者的信息死角和思维盲区，减少投资者面对不确定性时的惶恐。互联网社交产品使不特定的对象之间的交流成为可能，而基于用户间跟随关系的投资者社区，又能够帮投资者选择自己的交流对象，提高交流效率。雪球正是这样一个社区。社区的建设极其艰难，它不但需要互联网产品的技术做支持，也需要定位清晰的运营。一旦社区形成规模和稳定的气质，它就很难被模仿和超越，所以是一个比交易和数据更可能形成“护城河”的业务。我不敢说雪球已经形成“护城河”，但要模仿它确实也不是一件容易的事。

投资者之间的交流会产生后续产品：内容和社交关系。你在雪球点开任何一个投资产品的页面，都可以看到投资者围绕它产生的海量

内容，这些内容能够把投资产品的收益、风险等特征提炼出来；你在雪球点开每个投资者的页面，都可以看到他关注哪些股票、喜欢讨论什么行业、交易风格什么怎样的。如果投资产品的特征和投资者的偏好能够匹配，则交易有可能撮合成功。

频繁的交流会产生社交关系，社交关系会产生信用。传统的金融产品销售都是通过某种程度上的增信完成的，比如银行可以说是牌照增信，最后担保人增信，线下的第三方销售靠的是人肉增信。线上社交产生的信用在其他产品的销售上已经有很好的应用案例，它一定也可以应用在信用最为稀缺珍贵的金融交易上面。匹配和增信做到了，离交易就是一步之遥了。所以也可以这样说，做社区本身并不是目的，做交流也不是目的，让交流服务于交易才是最终目的。这是雪球已经做和正要做的事情，大概也是它的价值所在。

◆ 雪球方法论问答㊟

☐ 绝不做媒体，一定要做互联网公司

问（张鹏）：其实最开始做的是i美股，后来才转到做雪球，这个转变是怎么发生的?

答（方三文）：最早是我们员工自己去生产内容，做到一定阶段后，我们发现这里面有两个问题，一是美股市场上总体比较小，二是我们陷入一个相对红海的竞争领域，因为有很多人在生产资讯。我们也进行生产，可能刚开始做的时候可以做出一点儿差异化，但如果你要把这个差异化做到真正有商业价值是非常难的。

问：当时设想的差异化是什么?

答：我初步想把投资者的几种需求，比如说看股价，查找新闻、资讯、公告，以及用户的互动交流融为一体，这是当时我最希望做的改变是。有了这个想法后，我们觉得可以开始朝这个方向走，但它和i

美股的形态就不同了。我们当时做的决定是，要从媒体公司变成一家互联网公司，同时从美股市场扩大到更大的市场。

问： 具体怎么做?

答：让用户生产内容，而不是自己生产内容，生产力是完全不一样的。雪球上每天有5万条以上的帖子，原来一天生产50条就了不得了。无论你生产的50条质量有多好，在5万条的数量面前是不堪一击的。

从我们公司的构成上看，现在有60多个人，总体上都是以工程师和产品运营为主，整个公司已经变了。

如果有一件事情让你非常纠结，你必须做决断，不能既做媒体公司又做互联网公司，否则事情就做不成。如果做互联网公司，你的业务必须完全以互联网为主，人员构成都必须以互联网的产品人员为主。说点儿好玩的事情，原来我们公司的人分成两种，一部分是负责产品技术的人，另一部分是负责运营的人。我是做媒体出身的，肯定会和做运营的同事更熟悉一些，我平时就跟他们坐在一起，经常跟他们聊天、谈事。后来我的另一个合伙人提醒我，我们现在是一个互联网公司，你必须跟工程师坐在一起。

一开始i美股和雪球同时都在运行，到一定阶段后就有问题，其实这两个产品之间有竞争，但是竞争不是问题，真正的问题是双方都会感觉自己受到的公司关注不够，这个时候我们认为必须要做决断。所以我们决定把i美股的内容完全停掉，纠结的时候必须做一个了断，非此即彼，不存在同时存在的状态，最后我们把这部分业务完全砍掉了。

❑ 放弃控制，拥抱失控，不生产内容，也不挑选内容

问： 彻底停止自己生产内容后，原来的那些编辑包括你自己是什么感受?

答：总体上来说是一种解脱。我们很多做内容的同行有一种行业的优越感，或者说智力上的优越感，觉得自己是专业的，自己生产的内容是好的。我在很早之前就对这个问题持怀疑态度，后来从报社到网易，再到做了雪球，一路走来就更加怀疑了。

在不特定的多数用户生产的海量内容面前，部分特定用户生产内容的质量和数量的优势是非常微小的，不做了之后，就不用为这个问题焦虑了。

接下来面临的是另外一个问题——失控。用户生产了很多内容，但内容千奇百怪，首先风格就很多样，形式也多样，到底你要对这些内容做什么？有很多人认为，既然用户生产内容，雪球就应该挑选内容，把握好内容的品质，甚至应该去挑选用户，这个社区只允许高质量、高素质的用户来玩，只允许生产高质量的内容。我一开始就对此比较警惕，既然我们对传统媒体的反思里包括"特定的人生产特定内容"的质量和数量是不靠谱儿的，那么当你面对海量用户生产的海量内容时，你怎样鉴别用户的素质和内容的质量是不是靠谱儿呢?

问：以前我们觉得做投资是很专业的事情，现在反而在雪球里看到了各种各样的人，为什么会有这个变化?

答：我觉得这不是专业不专业的问题，而是职业和非职业的区别。在雪球里，生产内容最多的都不是专业人士。有几个原因，非专业人士永远比专业人士多，非专业的从业者比较自由。足够的数量足以支撑内容的质量，所以很多时候非专业人士生产出来的内容很有特色，甚至很多人认为他的水平高过专业的人士。

还有一个更重要的问题是动机，大部分分析师写报告是为了让投资经理按他的报告买股票，而大部分个人投资者写东西是因为他自己买了这只股票，二者之间的动机就有很大差别。

问： 最近在雪球社区里有很多讨论，大家在说雪球应该加强管理，后来你也写了一篇文章，认为好的社区能够自我净化。

答：对，我总体上还是对权力比较警惕，对人们的自我约束力的看法也是比较悲观的，如果真的要我们去处理和判断的话，我们人力不够，处理也肯定无法取得好的效果。

问： 有用户确实因为一些不愉快的事情离开了社区，这时你完全没有纠结吗?

答：当然纠结过，但我觉得一个社区不行了，到底是因为站方不管不行了呢，还是管过不行了呢，这挺不好说的。

不过，我觉得一个产品要想能把所有人留住是不可能的，也是很可怕的。人来人走，旧的去了新的来，有流动才是正常的生态。

问： 你认为只要雪球有人干涉内容，无论是生产还是挑选，都会有问题?

答：人是有限的，用有限的人去决定多数人的事情，其中隐含着巨大的危险。我们一开始就比较警惕，所以开始的时候我定了几个基本原则：

第一，我们不挑用户，我不认为我们有能力鉴别用户的素质高低。

第二，我们不事先审核内容，我们也不认为我们有能力鉴别内容的好坏。但同时用户是有这个需求的，用户希望自己只跟有素质的用户交流，只看到自己认为好的内容，我认为所谓的用户素质好和内容质量高，是用户按照自己的标准来衡量的，也就是说，标准是个性化的。

问： 所以没有一个统一标准?

答：对。解决的方案一个是个性化，另一个是把判断权留给用户。所以最后我们用产品技术手段解决这个问题，首先你关注自己喜欢的人，关注自己喜欢的股票，每个人看到的雪球是不一样的。如果一定要涉及判断，用户要认为某个用户不好，或者某个内容不好，我们把判断和管理权还给用户，他可以取消关注某个人，甚至拉黑某个人；他可以管理自己发布的帖子后面的跟帖；他可以只允许某些人评论自己的帖子；他可以把自己不喜欢的东西都删除这就是把管理权还给用户。最后我们希望通过用户自己的管理，获得他喜欢的世界，每个人的世界可能都跟别人的不一样。

❑ 变革就要彻底，放弃媒体的商业模式，让交流和交易在同一个地方实现

问：雪球在商业化方面的考虑是什么?

答：我们肯定不会走广告的路子，我觉得广告模式有它很荒谬的地方，尤其是传统媒体或互联网媒体。我明明打开的是新闻频道，想看看国家大事，你告诉我奥迪汽车很好，希望我过一年想买车的时候到4S店买奥迪汽车，这是荒谬的，带来的转化率非常低，商业价值的变现能力也很低。我觉得用户看什么、说什么，最后就是要买什么，这两者必须统一。同时买要在内部实现。

我们希望把交流和交易融合起来，而且交流和交易要在同一个地方实现。

问：有什么可以透露的计划吗，我听说你会把券商的产品在社区里面整合进去?

答：会整合进去。本来象证券、理财产品的交易流程已经相当顺畅，你来横插一杠子必须有横插一杠的理由，我们的理由就是，用户在这边讨论的都是股票和金融产品，并希望讨论结果以后做的事情是

交易，那一定是你通过产品化的办法直接完成它。我觉得这个社区在金融产品的交易方面总体上会起到两个作用。

第一个作用就是征信，因为金融产品价格非常高，而信息不是那么对称，购买的时候信用非常重要。传统金融行业的经营核心就是信用，比如银行通过它的国家特级牌照、富丽堂皇的办公大楼、遍布四处的营业网点、训练有素的员工，至少看起来让人值得信赖。现在有很多通过线上线下去销售做金融产品，它的核心是靠跟客户之间有人力的信任，我们叫人肉征信。如果我们的网上社区来做这件事情，核心则是社交征信，比如我认为你在投资某些产品方面的意见是对的，你告诉我某些东西可以买、现在可以买，那么我听你的意见的可能性很大，我就会交易。

第二个就是很多用户去讨论金融产品，讨论的过程实际上也是把金融产品的特征提取出来的过程，之后我如果能够把用户的特征也提取出来，那就可以将二者匹配，那么成交的可能性就会非常大。

问：用户特征的提取这件事是怎么完成的?

答：我们做了两件事情：第一件是用数据的算法、标准化的方法，尽可能地进行归纳、总结、分类，然后方便大家找到；第二件是发动用户参与，基本上每个理财产品、每一只股票多少都会有人关注和研究，那么关注和研究本身就是不停把产品的特征提取出来的过程，特征提取出来后我们可以算，在社区里面用户会转发、评论、传播，用户特征越来越清晰，再往前推一点儿，他们见到自己的可能性就大大提升，他们见到了就会成交，那么这笔生意就做成了。

问：社区里的人有他的关注者，他做的选择会形成示范作用，别人会相信他的选择。不过，如果这个人做这件事是为了额外收益有意为之呢?

答：我认为恰好要让那个人有利益可图，这件事情才能运行下去，但是利益这个东西关键要做到披露。社区里面会不停地出现骗子，但只要这个社区里有言论自由，大部分骗子都会被揭穿。雪球官方做的努力就是维持言论自由，让大家去识别骗子，有利益关联的时候用户要做到披露。

这其实就是资产管理行业的通用模式，你当基金经理，我把钱委托给你，本质上就是你要向我收取管理费和利润提成，你事先说清楚了，我是接受的。

问：雪球在原有已经成熟的体系之外，通过社区让用户自己选择产品投资组合，这与原来的传统世界相比是一种全新的方式。

答：既跟媒体商业模式不同，又跟传统的金融机构不一样，你只有做到不同，才有在这个社会上生存的机会。

---

1. 本文源自2014年9月雪球完成C轮融资后，作者与极客公园创始人张鹏的对话。

授权声明：

本书引用了部分雪球（www.xueqiu.com）用户在雪球平台产生的内容，所引用内容均注明原作者的雪球用户名，并已获得原作者的书面授权。感谢雪球用户对本书的贡献。

雪球用户的内容仅代表该作者观点，不构成任何投资建议。

投资风险提示：本书仅代表个人观点，市场有风险，投资需谨慎。